empresa global

nº 129 Mayo 2013 4 €

Austria lidera la creación de empleo en la UE

Nuevo "pasaporte" europeo para los fondos de capital-riesgo y de emprendimiento social

La patronal mira al exterior con su nuevo proyecto CEOE Internacional

Factores que explican el ajuste del déficit comercial

9 771578 345008 00129

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Adictos al trabajo: ¿es bueno para alguien?

GESTIÓN EMPRESARIAL

Cómo medir la iliquidez de las acciones en una valoración

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

La Agencia Tributaria pone en marcha la nueva Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional

Empresa Global
Nº 129 (mayo 2013)

EDITA
Afi Escuela de Finanzas Aplicadas
C/ Españoleto, 19-23. 28010 Madrid
Tel.: 91 520 01 50/80/66 • Fax: 91 520 01 49
E-mail: ediciones@afi.es • www.afi.es/egafi

DIRECTOR Javier Paredes

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Paula Ameijeiras, Pablo Aumente, Yolanda Antón, Sara Baliña, Pablo Bollini, David Cano, Cristina Colomo, Ana Mª Domínguez, Antonio Fontanini, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López Sabater, Pablo Mañueco y Emilio Ontiveros.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña
Carlos Egea Krauel
Caja Murcia
José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid
José Manuel González Páramo
Banco de España y Universidad Complutense de Madrid
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza
Ignacio Santillana del Barrio
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid
Juan Soto Serrano
ExPresidente de *Hewlett Packard*
Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business
Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School
José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid
Javier Santiso
Profesor de Economía, ESADE Business School

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 66. Fax: 91 520 01 49

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN
Valle González Manzanas, Maribel Lupiáñez Romero y Daniel Sánchez Casado

La editorial Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, a los efectos previstos en el artículo 32.1, párrafo segundo del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquiera de las páginas de Empresa Global, o partes de ellas, sean utilizadas para la realización de revistas de prensa.

Cualquier acto de explotación (reproducción, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, etc.) de la totalidad o parte de las páginas de Empresa Global, precisará de la oportuna autorización, que será concedida por CEDRO

Editorial

Más y mejor financiación al emprendedor

Los datos de la Encuesta de Población Activa que hemos conocido en los últimos días del pasado mes de abril no pueden ser más preocupantes: más de 6.2 millones de desempleados, y subiendo. En este marco es urgente activar mecanismos que permitan a nuestra economía –que no es más que el conjunto de agentes que la conforman– salir de la profunda recesión económica. El Parlamento Europeo ha avanzado estos días en este camino, con la aprobación de normas de funcionamiento estandarizadas y sencillas para promover el crecimiento de mecanismos alternativos a la financiación bancaria de las pequeñas y medianas empresas europeas, además de las empresas de carácter social que están tomando una dimensión tan relevante (se calcula que ya representan el 10% del total de empresas europeas) como necesaria. El nuevo pasaporte europeo –misma regulación– para los fondos de inversión de capital-riesgo para pymes y para los fondos de inversión de emprendimiento social –es un paso adelante en la construcción del mercado único europeo en facetas aún hoy divergentes, al tiempo que un incentivo para que inversores tradicionales redirijan sus recursos a la financiación del emprendimiento cuyo principal obstáculo es precisamente ese, la falta de financiación adecuada. Veremos en el Paseo Global que nuestras empresas se enfrentan a peores condiciones crediticias que las del norte de la eurozona, no solo porque el crédito fluye menos, que también, sino porque éste es significativamente más caro aquí, lo cual no permite tomar decisiones favorables de inversión, sustento fundamental del crecimiento del empleo, de la confianza y del gasto.

El sector exterior sigue siendo prácticamente el único que, en los últimos años, aporta datos positivos a nuestra contabilidad nacional. Muchos señalan que la importante reducción del déficit comercial español viene determinado por la depresión de las importaciones (demanda interna), cuestión que si bien forma parte de la ecuación no permite dilucidar el panorama completo del comportamiento de nuestro sector exterior. Como muestra nuestra Escuela de Comercio Exterior, las exportaciones españolas han presentado un buen comportamiento desde 2009, a pesar incluso de la situación de astenia de nuestro principal socio comercial (Área euro), que se ha visto complementado por una mejora en la competitividad de nuestras ventas al exterior, determinada por una reducción de los costes de producción, una mayor diversificación geográfica, de productos y un crecimiento significativo del número de empresas que exportan. Todo ello ha permitido que España registrara en 2012 el mejor dato de exportaciones de toda la serie histórica –que arranca en 1971– alcanzando los 222.644 millones de euros (un 3,8% más que 2011), y una tasa de cobertura superior al 90%. Esfuerzos de promoción exterior como los presentados por CEOE Internacional, son más que bienvenidos para facilitar el crecimiento de nuestras empresas –pequeñas, medianas y grandes– responsables del grueso de la generación del empleo en nuestro país, nuestro principal reto hoy en día. Competitividad, innovación y financiación accesible son la clave ::

:: INTERNACIONAL ::

INFORME PAÍS

Austria lidera la creación de empleo en la UE

Las cifras del país centroeuropeo son especialmente llamativas en lo que al comportamiento del empleo se refiere. Presenta una dinámica de crecimiento muy superior a la media europea y la tasa de desempleo más baja de la zona Euro (4,3%). Estos datos reflejan que Austria cuenta con un mercado bien desarrollado, diversificado y plenamente integrado en la Unión Europea.

Pag. 3

TEMA DEL MES

Nuevo "pasaporte" europeo para los fondos de capital-riesgo y de emprendimiento social

La virtud del nuevo pasaporte para todos los administradores de fondos de inversión alternativa que invierten en pymes de nueva creación y en negocios de emprendimiento social es facilitar el acceso a la financiación, uno de los principales obstáculos para su nacimiento.

Pag. 8

OBSERVATORIO EXTERIOR

La patronal mira al exterior con su nuevo proyecto CEOE Internacional

La Confederación Española de Organizaciones Empresariales, ante las dificultades que limitan la capacidad exportadora y de internacionalización de muchas empresas españolas, se ha embarcado en un nuevo proyecto: la CEOE Internacional.

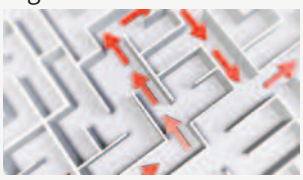
Pag. 12

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Factores que explican el ajuste del déficit comercial

El déficit comercial de España se ha reducido más de un 70% desde el inicio de la crisis. En el año 2008 se situaba en 85.000 millones de euros; en 2012 cerró en apenas 25.000 millones. Sin duda, éste ha sido uno de los hechos destacados de la evolución reciente de la economía española.

Pag. 16



:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«La adaptación al entorno local, clave en la estrategia de internacionalización de ALSA»

Javier Carbajo de la Fuente, licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Bilbao y MBA por el IEDE. Ha realizado el *Senior Management Program* de *IE* y el Curso en Control de Gestión y de Desarrollo Directivo de ESADE. Actualmente es el consejero delegado de ALSA.

Pag. 26

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Adictos al trabajo: ¿es bueno para alguien?

Es importante que la empresa no confunda la adicción al trabajo con el compromiso. La diferencia fundamental consiste en que las personas comprometidas, además de ser eficientes, tienen capacidad de desconectar del trabajo, lo que les permite descansar y volver al día siguiente manteniendo elevadas tasas de productividad.

Pag. 31

GESTIÓN EMPRESARIAL

Cómo medir la iliquidez de las acciones en una valoración

La cuantificación del descuento por iliquidez aplicable a acciones no cotizadas es un tema ampliamente tratado en la teoría de las finanzas corporativas, con numerosos estudios empíricos que tratan de cuantificar un coeficiente de descuento. La mayor parte de estudios sitúan el descuento en un rango entre el 15% y el 30%.

Pag. 35

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

La Agencia Tributaria pone en marcha la nueva Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional

Pag. 39

:: FINANZAS ::

FINANZAS PERSONALES

Las políticas monetarias vuelven a escena

Las medidas expansivas anunciadas recientemente por los bancos centrales, fundamentalmente las del Banco de Japón, explican el grueso del movimiento de las variables financieras durante el mes de abril. En este contexto, sobreponderamos la renta variable con protagonismo de la bolsa en Área euro, Japón y Asia emergente.

Pag. 21

ESTRATEGIA GLOBAL

Vicisitudes brasileñas

Mauro Guillén

Pag. 19

MERCADOS FINANCIEROS

Cada vez más divergencias

David Cano

Pag. 24

HOMO OECONOMICUS

Diplomacia económica

José Antonio Herce

Pag. 33

PASEO GLOBAL

Estabilidad financiera en transición

Emilio Ontiveros

Pag. 41

Austria lidera la creación de empleo en la UE

Las cifras del país centroeuropeo son especialmente llamativas en lo que al comportamiento del empleo se refiere, ya que presenta una dinámica de crecimiento muy superior a la media europea y la tasa de desempleo más baja de la zona Euro (4,3%). Estos datos reflejan que Austria cuenta con un mercado bien desarrollado, diversificado y plenamente integrado en la Unión Europea.

Pablo Bollini

Hablamos en este número de uno de los países más ricos del mundo. El país alpino, de tamaño relativamente reducido (con apenas 83,871 km² de superficie), comparte frontera con ocho países, situación que le proporciona una ventaja logística destacada. Su PIB per cápita (32.212 euros) se encuentra entre los cinco primeros de la zona euro, por detrás de Luxemburgo, Irlanda, Holanda y Bélgica. La economía austriaca se caracteriza por su gran apertura comercial, con una cuota de exportación para 2012 cercana al 44% del PIB. Se trata de un mercado maduro, con una amplia oferta de productos y servicios en el que el sector servicios genera más de dos tercios del valor añadido y ocupa casi el 70% de la población activa.

La apertura comercial y la inversión en el exterior están firmemente institucionalizadas y apoyadas por un entorno empresarial muy eficiente, que facilita la innovación y el crecimiento de la productividad, siendo su alto grado de transparencia una de las fortalezas institucionales claves. Los contratos se aplican con eficacia y la protección intelectual es fuerte, contribuyendo junto a otros factores a que Austria se posicione

Vista de Donau City, Viena. [iStockphoto]/Thinkstock

en el puesto 29 de entre 183 economías en cuanto a la facilidad para hacer negocios, de acuerdo al ranking Doing Business 2013.

Apuesta por cumplir con la estabilidad presupuestaria

El gobierno del Canciller Federal Werner Faymann, que preside desde 2008 la coalición socialdemócrata-conservadora formada por el Partido Socialdemócrata SPÖ y el Partido Popular ÖVP, aprobó en 2012 un plan de austeridad por valor de unos 26.700 millones de euros –que será aplicado

Nombre oficial:

República de Austria

Superficie: 83.871 km²

Capital: Viena

Situación geográfica: Situado en el centro de Europa, colindante al suroeste con Italia, al oeste con Liechtenstein y Suiza, al noroeste con Alemania, al noreste con la República Checa, al este con Eslovaquia y Hungría y al sureste con Eslovenia.

Clima: Posee un clima continental húmedo, alternando entre inviernos fríos y veranos moderados.

Divisiones Administrativas: 9 Estados: Burgenland, Kärnten (Carintia), Niederoesterreich (Baja Austria), Oberoesterreich (Alta Austria), Salzburgo, Steiermark (Estiria), Tirol (Tirol), Vorarlberg, Wien (Viena).

Población: 29.549.517 (est. julio 2012)

Esperanza de vida: 79,91 años

Sistema político: República Democrática Federal

Idiomas: Alemán (oficial)

Moneda: Euro (EUR)

Fuente: *The World Factbook*.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2009	2010	2011	2012(e)	2013(p)	2014(p)
Crecimiento real del PIB (%)	-3,5	2,2	2,7	0,7	1,0	1,7
Inflación anual (promedio; %)	0,4	1,7	3,5	2,6	2,5	2,2
Tasa de desempleo (promedio; %)	4,8	4,4	4,2	4,4	4,3	4,1
Balanza por c.c. (mill. US$)	10.3	11.7	8.0	7.5	10.0	7.6
Saldo presupuestario* (% PIB)	-4,1	-4,5	-2,5	-3,1	-2,8	-2,5
Deuda Pública Neta (% PIB)	69,2	71,5	72,1	75,6	76,2	75,8

e: estimación; p: previsión

*Sector público no financiero (excludios ingresos por privatizaciones)

Fuente: *Economist Intelligence Unit*.

hasta el 2016– tratando con ello de consolidar los objetivos en política fiscal exigidos por la UE. Con estas medidas –que representan en más del 70% recortes del gasto público y en cerca del 30% nuevos impuestos y tasas– se espera que el déficit público caiga del 3,1% en 2012 hasta el 2,2% en 2017. Asimismo, el ejecutivo prevé disminuir la deuda pública, que en 2012 alcanzó el 75,6% del PIB, hasta situarla por debajo del 60% en la próxima década. Resultado de las próximas elecciones legislativas y regionales, previstas para finales de este año, no está garantizada la mayoría absoluta de la vigente coalición socialdemócrata-conservadora, lo que provocaría la necesidad de integrar un grupo parlamentario adicional que a todas luces se prevé pueda ser el partido de los Verdes.

En materia de política exterior, es previsible que el gobierno siga trabajando con sus socios de la UE para gestionar la crisis de la zona Euro, a pesar de la corriente emergente de euroescepticismo entre el electorado austriaco, y continúe con la mirada fija en la eventual adhesión de más países a la UE para aumentar sus vínculos comerciales. Austria ha mantenido tradicionalmente fuertes vínculos políticos y económicos con los Países de Europa Central y Oriental (PECO), destinando a ellos gran parte de su inversión extranjera directa (IED), en un grado tal que hoy en día es el principal inversor extranjero en Eslovenia, Croacia, Bosnia-Herzegovina y Serbia y el segundo en Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia.

El impacto de la crisis

La crisis financiera internacional de 2008 y la posterior recesión económica mundial arrastraron a la economía austriaca a una aguda pero breve recesión. En 2009, el PIB se contrajo un 3,5%, aunque logró recuperarse firmemente en 2010 y 2011 (2,2% y 2,7%, respectivamente) para desacelerarse hasta el 0,7% en 2012 debido principalmente a la incertidumbre sobre las expectativas de recuperación económica y a las medidas de austeridad, que mantienen el gasto público en niveles muy moderados.

El crecimiento de los precios fue relativamente alto en 2012, llegando al 2,6%, y se prevé que siga elevado en 2013 en torno al 2,5%, aunque en descenso paulatino debido a la debilidad de la actividad económica y al menor crecimiento de los salarios.

Por lo que respecta al sector exterior, la balanza comercial austriaca ha sido tradicionalmente deficitaria, aunque se espera que el déficit se desplome de los 7.000 millones de euros en 2011-2012 a alrededor de unos 2.800-4.000 millones de euros

en 2013-2017 gracias a la reactivación de las exportaciones (crecimiento previsto del 2,1% este año) impulsadas por la solidez de la demanda alemana. Asimismo, se espera que el superávit por cuenta corriente siga creciendo a un promedio del 2,1% para todo el periodo pronosticado, amparado por un holgado superávit de la balanza de servicios (17.000 millones para 2013).

Relaciones bilaterales hispano-austriacas

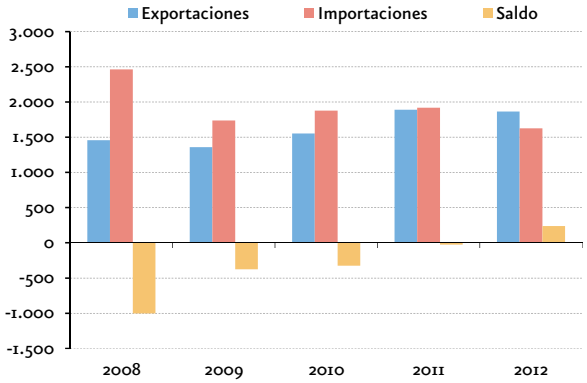
Las relaciones entre España y Austria, desde que ésta última se integró en la Unión Europea en 1995, se caracterizan por ser fluidas, intensas y amistosas. Los intercambios Austria-España se están consolidando y su evolución inicialmente dinámica pero errática de los primeros años post-integración austriaca está dando paso a flujos cada vez más importantes y permanentes en sectores con marca y con calidad reconocida por los consumidores. En la actualidad existen en Austria aproximadamente 30 filiales y sucursales comerciales de empresas españolas de bienes de consumo, de equipo y de servicios. En sentido inverso hay más de 200 empresas austriacas de los sectores productores y comercializadores de bienes de equipo, bienes de consumo y servicios en España.

El saldo de la balanza comercial hispano-austriaca ha sido tradicionalmente negativo para España aunque se tornó positiva en 2012 (238 millones de euros) por las exportaciones de mercancías, que sumaron 1.864 millones de euros ese año. La reducción del déficit comercial en 2012 responde a una caída de las importaciones españolas del 15,17% en términos interanuales, mientras que las exportaciones prácticamente lo hicieron un 1,30%. Las principales partidas objeto de exportación en ese ejercicio fueron: vehículos automóviles y tractores (28,17% del total); productos químicos orgánicos (9,10%), y aparatos y material eléctrico (8,39%). Respecto a las importaciones españolas procedentes de Austria, en 2012 totalizaron 1.626 millones de euros, siendo las máquinas y aparatos mecánicos; aparatos y material eléctricos; y vehículos automóviles y tractores, las principales partidas importadas, representativos de más del 37% del total.

En lo que concierne a la IED de España en Austria, en 2012 el flujo de inversión bruta en operaciones no "etve" (de tenencia de valores) rondó los 67 millones de euros. Las actividades de construcción especializada (78,1%) y los servicios financieros (excepto seguros y fondos de pensiones) fueron los principales destinatarios de la inversión española en el mercado austriaco (21,9%). Los flujos de IED recibida en 2012 fueron notablemente superiores a los registrados un año antes, que no superaron los 25 millones de euros. En sentido opuesto, la IED de Austria en España se situó en aproxima-

Balanza comercial hispano-austriaca

(millones de euros)



Fuente: *elaboración propia a partir de Datacomex.*

«RATING» DEUDA SOBERANA - LARGO PLAZO

Calificación - abril 2013	Moody's	S & P
Austria	Aaa	AA+
España	Baa3	BBB-

NOTAS:

Moody's: de menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca. C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P: de menor a mayor riesgo

AAA , AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C

damente 35 millones de euros en 2012, siendo las actividades inmobiliarias las destinatarias del 40,7% de esa cantidad. Otras de las principales actividades receptoras de inversión fueron la fabricación de vehículos de motor y remolques (18,5%), la construcción de edificios (12,3%) y las actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento (11,8%).

Mercado laboral: modelo austriaco

Austria cuenta con un clima de negocios excelente (calificación "A1", según Coface). La flexibilidad, la seguridad y la formación son las claves del éxito y, aunque no existe un salario mínimo legal a nivel nacional, los beneficios marginales otorgados a los empleados se encuentran entre los más altos del mundo. El fondo de ahorro del que disponen los trabajadores, una especie de hucha en la que las empresas ingresan una cantidad proporcional al salario por cada año de antigüedad (1,53% del sueldo del trabajador), introduce dos elementos que flexibilizan el mercado laboral. Por un lado el coste marginal de despedir es nulo para la empresa y, por otro, promueve la movilidad laboral de los trabajadores.

Abrir un negocio en Austria requiere una dedicación de 25 días, muy superior a la requerida en promedio por la OCDE (12 días); por su parte, el capital mínimo exigido a desembolsar sobre el suscrito a un banco o ante notario antes del registro es del 49,1%, frente al 13,3% de la OCDE.

Por otro lado, según el Índice de Competitividad Global elaborado por el Foro Económico Mundial (2013), Austria ha pasado de situarse decimonovena en el ranking de los países más competitivos del mundo, a colocarse el decimosexto de la tabla, impulsado por una excelente mejora en infraestructuras e importantes progresos en capacidad innovadora. Asimismo, de acuerdo con el Informe Mundial de Inversiones 2012, elaborado por la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), Austria fue el 40° mayor receptor mundial de inversión extranjera directa (IED) en 2012. En dicho año, Austria recibió inversiones por un total de 14.128 millones de dólares, principalmente en los sectores de infraestructuras y construcción, así como en el sector turístico y bancario. El país es emisor neto de IED.

Austria, receptiva a la innovación, infraestructuras ferroviarias y energías renovables

Carente de importantes recursos naturales, la principal ventaja comparativa de Austria reside en su mano de obra cualificada, su patrimonio cultural y una elevada calidad de vida. El mercado austriaco ofrece posibilidades de negocio para productos y servicios innovadores en cuanto a diseño y tecnología, con elementos de diferenciación y con una excelente relación calidad-precio. Dentro de los sectores más modernos que se encuentran en expansión debe destacarse la biotecnología y las industrias relacionadas con el medio ambiente y las energías renovables, donde las empresas españolas pueden encontrar nichos interesantes suministrando elementos que formen parte de las instalaciones relacionadas con el sector.

El Gobierno está prestando especial atención a la modernización de las infraestructuras ferroviarias. Así, entre los planes para la construcción de túneles ferroviarios destaca el del Brennero, en el macizo fronterizo entre Austria e Italia, que forma parte de la Red Transeuropea. El coste total de las obras se calcula entre 6.000 y 8.000 millones de euros, de los que la UE asumiría un 20% en el marco del Plan de la Red de Transportes Transeuropea, presentado por la Comisión Europea en 2011. De este modo, existen interesantes oportunidades de negocio en la venta de accesorios y componentes industriales de todo tipo, así como el suministro de equipos ferroviarios y de construc-

ción. Por otra parte, la nueva Ley de Energías Renovables pretende lograr la total independencia de las importaciones nucleares para el año 2015, esperando incrementar la contribución de las energías renovables hasta el 80% del total de las necesidades energéticas del país. Todo ello origina amplias posibilidades para las pequeñas empresas proveedoras de tecnología, maquinaria y materiales que precisen en este ámbito.

Desde la óptica de las exportaciones, los productos agroalimentarios constituyen ya capítulos importantes de nuestras exportaciones a Austria y continúan ofreciendo oportunidades para los exportadores españoles. En el sector de confección textil, la imagen de nuestro país ha experimentado un fortalecimiento importante como consecuencia de la expansión de las cadenas de los grupos Inditex y Mango. No obstante, debe insistirse en que el mercado demanda esencialmente productos de diseño y de gran calidad.

Austria y España mantienen un Convenio para evitar la Doble Imposición en materia de impuestos sobre la Renta y el Patrimonio (en vigor desde 1968), así como un Convenio sobre Seguridad Social (1983) ::

PRINCIPALES CAPÍTULOS EXPORTADOS POR ESPAÑA A AUSTRIA (2012)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractor	525.109,76	28,17
29	Productos químicos orgánicos	169.690,42	9,10
8	Aparatos y material eléctricos	156.426,81	8,39
84	Máquinas y aparatos mecánicos	116.509,97	6,25
85	Frutas /frutos, s/ conservar	96.997,52	5,20
30	Productos farmacéuticos	92.282,22	4,95
7	Mat. plásticas; sus manufactu.	70.532,59	3,78
39	Fundición, hierro y acero	62.953,41	3,38
73	Prendas de vestir, no de punto	54.500,45	2,92
62	Manuf. de fundic., hier./acero	44.062,30	2,36
	Subtotal	1.389.065,44	74,51
	Total exportaciones	**1.864.186,59**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

PRINCIPALES CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DESDE AUSTRIA (2012)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
84	Máquinas y aparatos mecánicos	283.369,85	17,43
85	Aparatos y material eléctricos	167.435,28	10,30
87	Vehículos automóviles; tractor	163.442,94	10,05
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	100.633,34	6,19
29	Productos químicos orgánicos	76.021,82	4,68
30	Productos farmacéuticos	72.654,33	4,47
48	Papel, cartón; sus manufactura	62.412,59	3,84
72	Fundición, hierro y acero	60.885,48	3,74
22	Bebidas todo tipo (exc. zumos)	59.805,20	3,68
40	Caucho y sus manufacturas	48.256,65	2,97
	Subtotal	1.094.917,47	67,33
	Total importaciones	**1.626.088,59**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

Nuevo "pasaporte" europeo para los fondos de capital-riesgo y de emprendimiento social

La virtud del nuevo pasaporte europeo especial y voluntario para todos los administradores de fondos de inversión alternativa que invierten en pymes de nueva creación y en negocios de emprendimiento social es facilitar a las pymes, empresas de reciente creación y negocios de carácter social, el acceso a la financiación, que resulta ser uno de los principales obstáculos para su nacimiento, especialmente desde la irrupción de la crisis financiera internacional en 2008.

Verónica López Sabater

Los fondos de capital riesgo dotan de capital a empresas que comparten características comunes: reducido tamaño, edad temprana y, por lo general, elevado potencial de crecimiento a corto plazo (atributo que permite denominarlas *start-up*, tal como vimos en el Tema del Mes del número 127 de esta revista). Este tipo de inversión, de carácter temporal, es considerada de alto riesgo dado que los retornos esperados están directamente relacionados con el éxito de las empresas de reciente creación en las que se materializan las inversiones. Es por ello que el capital riesgo suele estar acompañado de apoyo no financiero en la forma de formación, asesoramiento financiero, *mentoring* y consultoría estratégica.

La Comisión Europea inició a finales de 2011 el debate sobre la necesidad de estandarizar, en el marco del Mercado Único, los requisitos de licencia, funcionamiento y monitoreo (reglamentación) de los instrumentos de inversión en capital riesgo para facilitar la inversión en pequeñas y medianas empresa de la Unión, así como promover el flujo de financiación hacia las empresas de carácter social, que ya representan cerca del 10% de la nómina de firmas en el seno de la UE. En dicha ocasión se presentaron dos nuevos esquemas de financiación destinados a facilitar la captación de capital en toda Europa en beneficio de aquellos fondos privados que se especializan en la financiación de pymes y de empresas sociales. Los dos reglamentos entrarán en vigor junto con la Directiva sobre Administradores de Fondos de Inversión Alternativa aprobada en 2011 (*Alter-*

[iStockphoto]/Thinkstock.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

native Investment Funds Managers Directive-AIFMD, en inglés), permitiendo una regulación específica no por tipo de producto, sino por el volumen total de recursos de la gestora de fondos (menos de 500 millones de euros).

Con este nuevo pasaporte, aprobado por el Parlamento Europeo el pasado mes de marzo, y que inaugurará su funcionamiento el próximo 22 de julio, todos los gestores de fondos –siempre y cuando cumplan con una serie de requisitos, que veremos a continuación– pueden captar capital en el conjunto de la UE bajo la denominación única de "fondo europeo de capital riesgo" para pymes que no cotizan (EuVECA) y "fondo europeo de emprendimiento social" (EuSEF) para empresas de carácter social. De este modo, quedarán exentos del cumplimiento de requisitos más complejos que puedan depender de los marcos normativos específicos de cada uno de los Estados miembros, y de este modo igualar las condiciones regulatorias para todos ellos, independientemente del país miembro en el que se encuentren registradas (en el caso de España, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores-CNMV). La estandarización regulatoria pretende facilitar la comparación de productos ofrecidos por los distintos administradores, en un esfuerzo por fortalecer el Mercado Único europeo, también en esta materia.

Y es que en virtud de las nuevas normas, los gestores de fondos habrán de registrarse únicamente ante las autoridades competentes en el país miembro en el que radique su sede, y no en cada Estado miembro donde opere, aunque sí podrá proveer de capital de riesgo y de fondos de emprendimiento social en toda la UE.

Requisitos

Bajo la nueva normativa, para ser considerado un fondo europeo de capital riesgo para pymes o de emprendimiento social, los administradores de fondos deben cumplir con determinados requisitos:

- los activos de las carteras de fondos de inversión "con pasaporte" no deben exceder los 500 millones de euros.
- los inversores habrán de ser exclusivamente institucionales o minoristas cualificados que estén dispuestos a realizar inversiones mínimas de 100.000 euros.
- los fondos deben destinar al menos el 70 % del capital comprometido por sus inversores en pymes no cotizadas o en capital o préstamos para empresas sociales.
  - Son pymes las empresas con menos de 250 trabajadores y facturación anual inferior a 50 millones de euros. Las pymes no deben cotizar en mercados regulados.
  - Son empresas sociales las empresas con clara misión de impacto social, que busquen lograr simultáneamente objetivos sociales, ambientales y económicos (triple-bottom-line).
- las pyme y empresas sociales receptoras de inversión deberán estar radicadas en la Unión Europea.

Requisitos de transparencia para fondos de emprendimiento social

Los fondos de emprendimiento social presentan unas exigencias de información "superiores" a los requeridos para los fondos de capital riesgo para pymes, en la medida en que deben informar sistemáticamente de los impactos sociales generados por las inversiones efectuadas.

Si los segundos deben presentar informes similares a los exigidos por el supervisor para fondos de inversión (de carácter financiero y legal), los primeros deben informar a los inversores de aspectos tales como:

- El objetivo de impacto social positivo reconocido en la política de inversión del EuSEF, incluyendo proyecciones de los resultados esperados, e información sobre el desempeño anterior en estas dimensiones;
- Las metodologías utilizadas para la medición del impacto social;
- La descripción de los activos –más allá de sus atributos financieros– del proceso y de los criterios de selección de dichos activos

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

Las cifras del capital riesgo en España

La inversión de las entidades de capital riesgo en España alcanzó en 2012 los 2.525 millones de euros en 830 operaciones, según la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), representando un descenso del 22,5% respecto a 2011, aunque lejos de la cifra valle registrada en 2009 (1.669 millones de euros). En conjunto para el 2012, el 94% del total de operaciones de capital riesgo no superaron los 5 millones de euros.

En este marco, la inversión total de *venture capital* en España ascendió a 230 millones de euros en 2012 (algo más del 9% del volumen total de las inversiones de capital riesgo, y cerca del 77% del número de operaciones), lo que supone una caída del 18% con respecto al año anterior en este tipo particular de operaciones en empresas en etapas iniciales de desarrollo. Las 1.063 operaciones ejecutadas en 2012 fueron financiadas en un 53% con préstamos públicos concedidos por el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) y por la Empresa Nacional de Innovación (Enisa) del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio; un 33% por inversores de *venture capital* nacionales e internacionales; y el 17% restante por grupos de ángeles inversores y aceleradoras de empresas.

Entre los 41 inversores (32 privados –5 de ellos internacionales– y 9 públicos) de 2012, los más activos de los privados han sido Caixa Capital Risc (44 operaciones), Sinensis Seed Capital (21), Cabiedes & Partners (10) e Inveready (9), mientras que entre los públicos destacaron Invercaria (Consejería de Economía, Innovación y Ciencia de Andalucía) y Seed Capital Bizkaia (Departamento de Promoción Económica de la Diputación de Bizkaia), con 9 operaciones cada una.

La futura Ley de emprendedores

Algunas de las iniciativas contempladas en la futura ley de emprendedores que está elaborando el ejecutivo español y cuya aprobación está prevista durante este mes de mayo, recogen aspectos que buscan facilitar la inversión en capital riesgo en nuestro país. Entre ellas destacan las ventajas fiscales para los inversores así como la creación de un 'fondo de fondos' para invertir dinero público en entidades de capital riesgo de gestión privada. Éste, ya constituido en marzo de 2013 con una dotación de 1.200 millones de euros, es administrado por la administradora de capital riesgo AXIS (participada en un 100% por el Instituto de Crédito Oficial (ICO)) bajo la denominación de FOND-ICO Global (ver recuadro). Con el fondo de fondos ya establecido, la nueva ley de emprendedores prevé regular la figura de los ángeles inversores en nuestro país, otorgándoles un tratamiento fiscal similar al de los inversores de capital riesgo. Otras medidas previstas buscarán permitir las inversiones en capital riesgo de recursos administrados por los administradores de fondos de pensiones (mediante la reforma del Real Decreto de Fondos de Pensiones de forma tal que éstos puedan invertir en el Mercado Alternativo Bursátil-MAB),

FOND-ICO Global

Con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus fases de desarrollo y gestionado por AXIS, el "Fondo de Fondos" forma parte de las medidas recogidas en el "Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor" (anunciado en el pasado Debate sobre el Estado de la Nación). La creación de FOND-ICO Global pretende dar respuesta a la demanda del sector de capital riesgo en España de contar con una mayor implicación del sector público en la creación y desarrollo de vías de financiación alternativas a la financiación bancaria para las empresas, especialmente en los primeros estadios de su desarrollo.

AXIS, mediante un sistema de licitación pública, seleccionará durante un periodo de cuatro años los fondos y gestoras de capital riesgo privados idóneos para que el FOND-ICO Global actúe como "inversor ancla" o catalizador de inversores privados nacionales e internacionales, aspirando a la creación de más de 40 nuevos fondos de capital riesgo que movilicen recursos por un importe superior a los 3.000 millones de euros.

Fuente: *elaboración propia*

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

logrando así asimilar nuestro marco regulatorio al de otros países de nuestro entorno.

El rol del Fondo Europeo de Inversiones

El Fondo Europeo de Inversiones (FEI), creado en 1994 con el cometido de ayudar a las pequeñas empresas europeas, proporciona capital riesgo a pymes, especialmente a nuevas empresas y empresas tecnológicas. También otorga garantías a instituciones financieras que financian al segmento pyme. El Fondo nació para promover la iniciativa empresarial, fomentar el desarrollo tecnológico y contribuir a la creación de un entorno financiero adecuado para estimular el crecimiento económico y el empleo.

En materia de capital riesgo, nació en noviembre de 2012 el fondo de coinversión *European Angels Fund* (EAF) Isabel la Católica, diseñado y gestionado conjuntamente por el FEI y el ICO (a través de AXIS) para coinvertir con *business angels*. Este fondo proporciona capital a inversores no institucionales que buscan invertir en los primeros estadios de proyectos empresariales puestos en marcha por emprendedores. El EAF Isabel la Católica cuenta con 30 millones de euros financiados por el FEI, ICO y Neotec Capital Riesgo (fondo de fondos constituido en 2006 por el CDTI y el FEI, primera iniciativa de co-financiación en capital riesgo del FEI en nuestro país). Hasta la fecha son tres los fondos creados en el marco de la iniciativa EAF del FEI: junto con el español, se han constituido sendos EAF en Alemania y Austria.

El pasaporte europeo para fondos de capital riesgo para pymes y de emprendimiento social supone en este sentido un paso adelante en la generación de vías para que el FEI cumpla con su misión institucional de forma más ágil y expedita. En el medio plazo, habrá de demostrar su capacidad de incentivar la práctica del capital riesgo en Europa, de forma tal que esta forma de financiación no bancaria de las pymes vaya ganando espacio y acercándose a los niveles de desarrollo experimentados, por ejemplo, en EEUU ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

La patronal mira al exterior con su nuevo proyecto CEOE Internacional

La Confederación Española de Organizaciones Empresariales, ante las dificultades que limitan la capacidad exportadora y de internacionalización de muchas empresas españolas, se ha embarcado en un nuevo proyecto: la CEOE Internacional. La patronal pretende así crear una red privada global de empresas y profesionales del comercio internacional al servicio de sus asociadas, ofreciéndoles apoyo en medio centenar de mercados identificados como prioritarios.

Antonio Fontanini[1]

El Banco de España ha publicado recientemente los datos macroeconómicos de la economía española relativos al 2012 y primer trimestre de 2013. Si nuestra economía fuese una empresa, ésta tendría sólo un dato positivo, y es que con respeto a 2011 todos los índices han empeorado, a excepción de las exportaciones.

En efecto, el PIB (la generación de valor) ha caído un 1,4% con respeto al año anterior (la zona Euro lo hizo en un 0,5%), con una fuerte caída en el último trimestre, cerrando el año en 1,05 billones de euros, la décima parte de la zona Euro. La demanda interna (el mercado nacional) se ha visto mermada en un 3,9% (la zona Euro un 2,2%); las inversiones extranjeras se han dividido por 4 (por 7 desde la crisis) y hasta las inversiones españolas en el exterior han disminuido en 20.000 millones (sobre todo para reducir su deuda).

Sólo las exportaciones han subido un 5%, hasta los 222 mil millones de euros: desde 2009 han aumentado en 62.700 millones, lo que equivale a un 6% del PIB, y hoy representan aproximadamente un 30% de nuestra economía. En Alemania

Fachada de la sede de CEOE Internacional.

esta cifra alcanza el 50% y visto que en 1997 manteníamos la misma ratio (27%) no hay motivos para que en un futuro próximo no volvamos a igualar a los teutones.

Las exportaciones son muy positivas desde cualquier punto de vista: hoy generan 6,5 millones de empleos y cada millón de euros de exportación significa 26 empleos nuevos; un 10% de incremento de las ventas al exterior representa un 1,5% de cre-

SEGUROS PARA EMPRESAS

¿Quién no ha derramado alguna vez el café sobre la mesa?

Pormenores como ese serán lo único por lo que tendrá que preocuparse desde ahora, porque Unicaja le ofrece una amplia gama de Seguros para Empresas que cubren los posibles imprevistos que pueden sucederle en el desarrollo de su actividad profesional.

- SEGUROS DE DAÑOS
- SEGUROS PERSONALES
- SEGUROS DE RESPONSABILIDAD CIVIL
- SEGUROS DE CRÉDITO

Unicaja

cimiento en empleo y un 2,2% en productividad. Las empresas que exportan aprenden, son más competitivas, diversifican riesgos, se hacen más grandes y se llenan de talentos y nuevas culturas.

El número de las empresas que exportan aumentó un 12% en 2012 hasta las 130.000; una buena noticia añadida es que hoy hay 30.000 empresas que exportan de forma regular (un 3% más que en 2011) revertiendo la tendencia a la baja mostrada en los últimos cuatro ejercicios.

¿A dónde se dirigen nuestras exportaciones?

El bloque principal de destino de nuestras exportaciones es Europa (68,9% del total), seguido por Asia (8,5%), África (6,8%), Norteamérica (6,1%), Latinoamérica (4,7%) y Oceanía (1,1%). La buena noticia es que estamos diversificando más, reduciendo la cuota del mercado europeo y aumentando todas las demás. Dentro de Europa, Francia mantiene el liderazgo con un 17,3% de cuota, seguida por Alemania con un 10,3%, e Italia y Portugal con un 8,2% cada una.

Considerado el tamaño de estas economías, es evidente que tenemos una brecha enorme (y un gran camino por recorrer) con respecto a Alemania y Reino Unido, que ni siquiera aparecen entre los primeros cinco países destino de nuestras exportaciones.

Seis Comunidades Autónomas exportan el 75% del total, lideradas por Cataluña (26%), Madrid (11,4%) y Andalucía (10,7%). Asimismo, desde la óptica sectorial, el 70,4% de los bienes y servicios exportados son productos industriales (17,4% del sector de automoción), seguidos por la agroalimentación (13,8%) y las bebidas (1,8%).

España es líder mundial en el sector de las infraestructuras, con siete empresas entre las diez primeras del mundo; en control de tráfico aéreo, con tres de cada cinco vuelos en el mundo controlados con tecnología española. Es también la segunda potencia en sistemas de desalinización y tratamiento de aguas; tenemos dos grandes campeones en moda y en banca; así como en energía eléctrica y telecomunicaciones, donde nos encontramos en los primeros puestos a nivel mundial.

¿Por qué no exportamos más? ¿Cuáles son los principales problemas?

De acuerdo con el último informe del *World Economic Forum*, las principales barreras que frenan la capacidad exportadora se encuentran en el acceso al crédito, la identificación de mercados y clientes potenciales, las habilidades y tecnologías de producción inadecuadas, los estándares requeridos en el exterior y el acceso a materias primas a precios competitivos.

Si analizamos las empresas españolas que no exportan, sobre todo las de tamaño mediano –que en Alemania, Italia, Francia y Estados Unidos representan el motor local de exportación (las "*middlestand*")–, observamos que las principales diferencias, además del tamaño, radican en su actitud, cultura y aceptación del fracaso, en su capacidad de acceso a canales comerciales viables, en la formación de sus cuadros, y en el apoyo institucional que reciben de Administraciones que "venden" la imagen de sus países por el mundo como una prioridad.

En España hay unas 68.000 empresas con más de 20 empleados y unas 22.000 con más de 50, sumando un total de 100.000 empresas con potencial internacional si sus productos y servicios contaran con la excelencia y la competitividad necesarias para exportar.

¿Por qué CEOE Internacional?

Para intentar ayudar a resolver estos problemas ha nacido CEOE Internacional, con la misión de crear la mayor red privada del mundo, que una a empresas y profesionales del comercio mundial.

Nuestro principal objetivo es contribuir a incrementar el nivel de exportación/internacionali-

zación de las empresas españolas asociadas, ofreciéndoles servicios profesionales, ejecutados por nuestra red de empresas colaboradoras y *partners*, basada en las 149 organizaciones empresariales del planeta con las que tenemos relación y a las que se suman nuestros contactos personales.

CEOE está llevando a cabo acuerdos de colaboración con las principales asociaciones empresariales de Europa (45 en total), África (40), Asia (32) y América (32) para que sus empresas se sumen paulatinamente a nuestra red, lo que apalancará decisivamente la posibilidad de desarrollar negocios conjuntamente y de forma multilateral.

El accionista de referencia es CEOE y el núcleo inicial de socios estará constituido por las empresas asociadas de forma directa o indirecta, cubriendo todos los sectores industriales y de servicios. Jesús Banegas Núñez es el Presidente, habiendo asumido quien escribe el cargo de CEO y *Chief Optimistic Officer*. Contamos con un equipo de empresarios y ejecutivos muy diversos con amplia experiencia. CEOE Internacional cuenta con un Consejo Asesor formado por un amplio y muy representativo conjunto de empresas internacionalizadas que contribuirá a consolidar nuestra presencia exterior.

Nuestro foco se encuentra en el desarrollo de negocios y en apoyar proyectos concretos de acuerdo con las exigencias de cada empresa, que podrá limitar su interés a un sector y/o país determinado, o nombrarnos su propio departamento de exportación para todo el mundo.

Cada empresa asociada tendrá su presencia en nuestro portal, que le dará visibilidad en una red mundial: tendrá acceso a todos nuestros canales comerciales y una vez declarados el interés geográfico y/o sectorial, recibirá mensajes sobre las oportunidades de negocio, eventos, licitaciones, etc. que puedan ser de su interés.

El escenario operativo podrá ser *push* y/o *pull*, es decir, nuestros socios en el mundo irán creando un plan de oportunidades de negocio en cada país que recibirán las empresas asociadas interesadas, pero también podremos encargar a nuestros *partners* el desarrollo de una operación específica relacionada con un proyecto o país concreto.

Además, directamente o a través de nuestras empresas colaboradoras, ofreceremos los siguientes servicios:

•Asesoría legal para constituir empresas locales, conseguir visados, resolver conflictos, elaborar contratos de todo tipo, entre otros

•Asesoría de gestión/*incoming* para alquilar oficinas/locales, buscar personal, abrir una cuenta bancaria, contratar traductores *off* y *online*, encontrar casa para expatriados, colegios, etc.

•Asesoría comercial para confeccionar agendas de trabajo personalizadas, identificar agentes, distribuidores, importadores, *forwarders*, etc.

•Asesoría "integral", es decir un servicio de *outsourcing* completo de la función exportadora para un país en concreto.

•Conformación de consorcios ad-hoc para licitaciones o proyectos a mayor escala.

•Financiación de operaciones y utilización de fórmulas innovadoras (BOT, FOT y otras).

•Creación de eventos mundiales para favorecer negocios multisectoriales, etc.

Esto representará una oportunidad de actividad y trabajo para todos los y las profesionales que están empezando sus carreras profesionales, retirados *senior* y/o desempleados que atesoren experiencias valiosas y habilidades que puedan proporcionar valor a nuestras asociadas, en España y en el exterior.

Nuestra visión es conseguir una red de contactos que cubra todas las necesidades comerciales de los principales sectores de actividad, en los 50 países prioritarios que hemos seleccionado en Latinoamérica, Asia, Rusia, Oriente Próximo, India, África, Europa, América del Norte y Oceanía.

En definitiva, CEOE Internacional es una empresa privada, orientada al mercado y al desempeño, obsesionada con ofrecer un servicio de excelencia a sus clientes y *stakeholders*. Es un "club" privado de excelencia, con contactos de negocio en los mercados, sectores y ciudades prioritarias en todo el mundo.

Pero, ¿no estamos en crisis?

Creo que esta crisis nos ha venido bien para espabilar y darnos cuenta del enorme potencial que todos tenemos. A principios del siglo pasado, la ciudad de Boston se quedó sin su industria pesquera debido a una profunda crisis y a la fuerte competencia en costes, y fíjense dónde está ahora: para los bostonianos fue un regalo el quedarse sin su trabajo tradicional, suponiendo este contratiempo un empujón para entrar con fuerza en el nuevo siglo, con nuevas herramientas y poniendo en valor sus conocimientos.

Dudo que la industria del calzado *low cost* pueda competir con la china en precio: este sector tendrá que reinventarse y centrarse en sus ventajas competitivas –la calidad, el servicio, la excelencia– para diferenciarse de los fabricantes chinos. El marketing es su herramienta más poderosa junto con el talento de los soñadores que lo ven y que saben arrastrar a equipos y capitales en su visión.

También es evidente la responsabilidad de las instituciones para facilitar el ingreso de sus empresas en la era de la globalización, y España no es una excepción a esta regla.

En la India –la patria del *offshore*– se incorporan cada año más de un millón de nuevos licenciados en tecnologías de la sociedad de la información, y los salarios han subido un 12% en el último año, denotando escasez de profesionales en un país de 1.200 millones de personas. Hoy en día, empresas indias están abriendo filiales en Europa para facilitar el *mix* con el *near–shoring* (deslocalización fronteriza) en aquellos campos donde el mantenimiento, la logística y el transporte aconsejan una proximidad mayor en el suministro de estos servicios. Pero, ¿contaría la India con las mismas oportunidades si no se hubiera especializado en el desarrollo de software para el mundo?

La buena noticia es que Bangalore es hoy el centro mundial de servicios de tecnologías de la información (*call* y *data centers*) y que las empresas indias ya desarrollan el 30% del software mundial; la mala noticia es que este desarrollo afecta a menos del 2% de la población.

Termino con una anécdota. En 1834 Inglaterra decidió la abolición de la esclavitud en sus colonias, en un momento de profunda crisis económica. Una parte del empresariado no entendió tal decisión, al no saber cómo podría reemplazar tanta mano de obra barata. Esto les impulsó a innovar y crearon la máquina de vapor que dio origen a la primera Revolución Industrial.

Los chinos tienen una cultura milenaria y su idioma ya lo tiene resuelto: la palabra "crisis" se escribe con dos símbolos, uno significa "riesgo" y el otro "oportunidad".

Si aman su trabajo, su empresa, su sector, este es un buen momento para innovar e internacionalizarse y CEOE Internacional está a su servicio ::

DATOS DE CONTACTO DE CEOE INTERNACIONAL

Oficina central
C/ Diego de León 50, 7ª
28006 Madrid
Tel.: +34 91 566 34 00

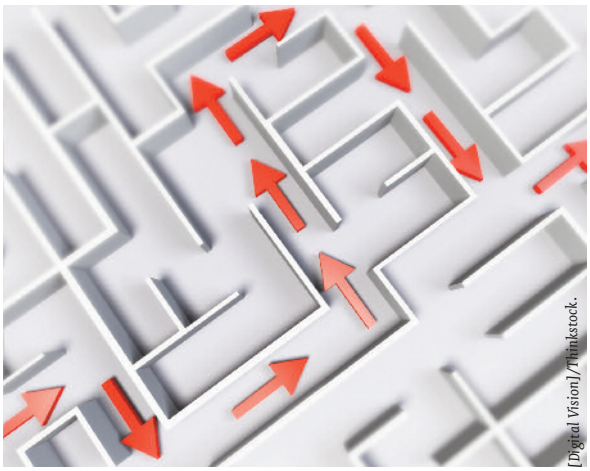
[1]Director General de CEOE Internacional.

Factores que explican el ajuste del déficit comercial

El déficit comercial de España se ha reducido más de un 70% desde el inicio de la crisis. En el año 2008 se situaba en 85.000 millones de euros; en 2012 cerró en apenas 25.000 millones. Sin duda, éste ha sido uno de los hechos destacados de la evolución reciente de la economía española. Pero, ¿qué supone esta caída y qué factores la han determinado? Lo analizamos a continuación.

Sara Baliña y Pablo Aumente

España se ha caracterizado por presentar déficit comerciales abultados durante las últimas dos décadas, alcanzando el máximo en 2008 al superar los 90.000 millones de euros (un 10,5% del PIB). El motivo de este comportamiento es doble: por una parte, el volumen de importaciones ha superado sistemáticamente al de exportaciones (por ejemplo, entre 2000 y 2007, España exportó bienes por un importe medio de 146.000 millones de euros anuales mientras que realizó importaciones por valor de 199.000 millones); por otra parte, el crecimiento de las importaciones ha sido mayor, coincidiendo con unos años de elevado dinamismo del gasto interno. Y es que frente a un crecimiento medio de las exportaciones en la fase de expansión del 4,7%, las importaciones avanzaron un 7,1%. En cambio, la crisis ha alterado como nunca antes la dinámica comercial de España con el resto del mundo.


[Digital Vision]/Thinkstock.

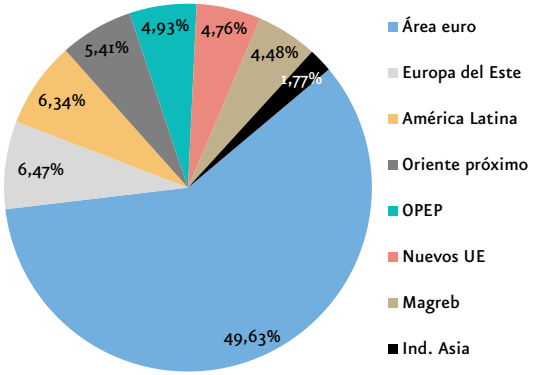
¿Qué factores explican el fuerte ajuste del déficit comercial desde 2008?

El primero de los factores determinantes reside en la elevada debilidad de las importaciones de bienes. Con el consumo de las familias y la inversión (pública y privada) muy deprimidos, España ha restringido sus compras del exterior, prescindiendo de bienes ahora no necesarios o sustituyéndolos por bienes de producción nacional. El segundo factor explicativo es el buen comportamiento de las exportaciones desde 2009, pese a que el Área euro, principal socio comercial de España, se ha mantenido desde entonces prácticamente en recesión. Además, también hay que tener en cuenta la mejora de competitividad generada desde 2010, cuya evolución durante el ejercicio pasado se comentará más adelante. En definitiva, la corrección de costes de producción y precios internos se ha traducido en menores precios

de venta de los productos exportados frente a los países competidores.

En materia de exportaciones, España contabilizó en 2012 el mejor dato de toda la serie histórica que arranca en 1971, alcanzando los 222.644 millones de euros (un 3,8% más que el año anterior). Ello avala el buen funcionamiento de la estrategia de diversificación geográfica acometida durante la última década por el sector exportador español. Así, a principios de los años 2000, el Área euro concentraba el 60% de las exportaciones de bienes españolas, mientras que en 2012, el Área euro suponía algo menos de un 50% del total, ganando peso áreas emergentes como Europa del Este, Latinoamérica o los países del Magreb, con un crecimiento de su demanda mucho más favorable. De hecho, el número de compañías que venden en el exterior ha aumentado un 12% en 2012 respecto al año anterior.

Distribución de las exportaciones españolas por área geográfica en 2012

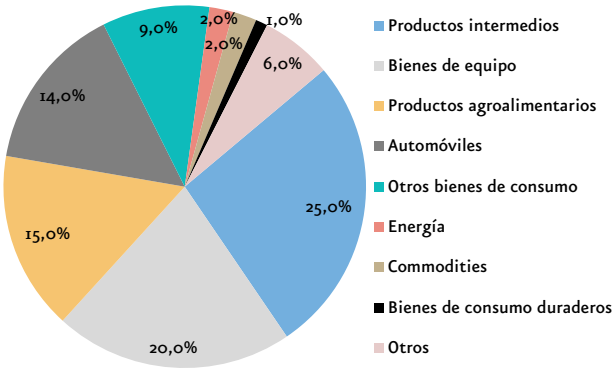


Fuente: *Banco de España.*

La diversidad de productos exportados también ha desempeñado un papel clave en el avance de las exportaciones: el 15% de las mismas son productos agroalimentarios, un 14% automóviles, un 20% bienes de equipo (material de transporte, maquinaria, aparatos eléctricos, etc.) y algo más de un 25% bienes intermedios (metales, productos químicos, etc.).

Dentro de los bienes de equipo, que es el segundo sector en el que más se exporta, destacan los aumentos de las ventas al exterior de material de transporte ferroviario (+21,1%), la maquinaria específica para la industria (+13%) y los motores (+12,8%). Entre los productos agroalimentarios resaltan los incrementos de las exportaciones de bebidas (+16,8%), de carne (+13,8%) y de frutas y legumbres (+11,9%). En cambio, los sectores en los que las ventas fuera de nuestras fronteras retrocedieron considerablemente fueron: material de transporte para buques (-56%), los equipos de telecomunicaciones (-18,3%), la electrónica de consumo (-15,2%) y los automóviles y las motos (-10,8%).

Distribución de las exportaciones españolas por tipología de producto en 2012

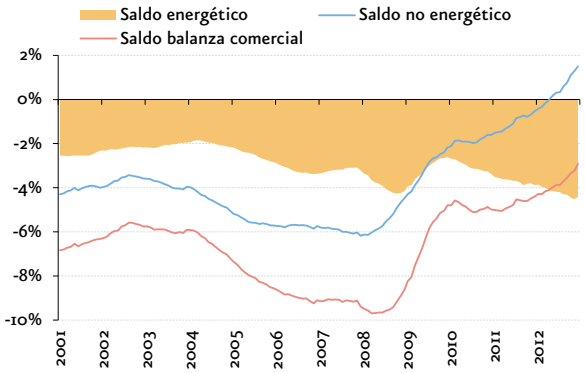


Fuente: *Banco de España.*

¿Qué supone que España cuente ahora con un déficit comercial que no llega al 2,5% del PIB?

Es el reflejo de la magnitud del ajuste acumulado por el gasto interno en el período de crisis. Un dato relevante: si excluimos el componente de energía tanto de los bienes exportados como de los importados, España habría tenido superávit comercial en 2012, por primera vez desde finales de los años ochenta. La reducción del déficit de bienes ha contribuido, y mucho, a la contención de las necesidades de financiación exterior de España, es decir, al ahorro que el resto del mundo le tiene que prestar para poder financiar su gasto interno. De hecho, con los ingresos del turismo extranjero, España podría haber cubierto el déficit comercial del año pasado.

Evolución del saldo de la balanza comercial de España 2001-2012



Fuente: *Afi, Banco de España.*

La competitividad exterior de la economía española mejoró en 2012

Según el Índice de Tendencia de Competitividad (ITC)[1] calculado a partir de Índices de Precios al Consumo (IPC), la competitividad exterior de la economía española mejoró en 2012 tanto frente a la UE como en relación a la zona euro y a los países de la UE no miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM), en comparación con 2011.

En efecto, el ITC frente a los países de la UE-27 registró un descenso[2] del 0,6% (incremento del 0,4% en 2011). Por componentes, esta ganancia de competitividad se debe al descenso del índice de tipo de cambio del 0,6% (+0,1% en 2011), mientras el índice de precios relativos se mantuvo estable (+0,3% en el mismo periodo de 2011).

El ITC frente a la UEM-17 aumentó un 0,1%, tras haber crecido un 0,5% en el año anterior, por lo que se produce una mejora respecto al año 2011. Frente a la UE-27 no UEM cayó un 4,0% (-0,4% en 2011), gracias a la contracción del 0,5% en el índice de precios relativos (-0,9% en 2011), y fundamentalmente por el descenso del índice de tipo de cambio del 3,5% (0,5% en el año anterior).

Frente a los países de la OCDE, el ITC disminuyó un 1,4% (aumento del 0,7% en 2011), lo que supone una ganancia de competitividad, cuya distribución por componentes es la siguiente: descenso del índice de tipo de cambio del 1,3% (+0,4% en 2011) y en el mantenimiento del índice de precios relativos en 2012 (0,3% en 2011). Frente a la OCDE no UEM-17, el ITC disminuyó un 4,8% (+1,0% en 2011), gracias a que el índice de tipo de cambio descendió un 4,4% (+1,3% en 2011) y el índice de precios relativos se redujo un 0,4% (-0,3% en 2011). Por su parte, el ITC frente a la OCDE no UE-27 descendió un 5,1% en 2012 (2,2% en 2011), como consecuencia del retroceso tanto del 4,8% en el índice de tipo de cambio (avance del 2,1% en 2011) como del 0,3% en el índice de precios relativos de consumo (+0,1% en 2011).

En definitiva, el sector exterior español experimentó un comportamiento excepcionalmente positivo durante el ejercicio 2012, registrando el menor déficit desde el inicio de la zona euro, en 1999, y anotando una tasa de cobertura (la proporción de importaciones que podrían pagarse con el valor de las mercancías que se exporta), superior al 90%. Ello también queda reflejado en la mejora de la competitividad del sector exterior español, pero no conviene olvidar que la reducción del déficit comercial también coincide con un periodo de recesión de la economía española, cuya contracción en el consumo interno ha moderado considerablemente las importaciones ::

[1] El Índice de Tendencia de Competitividad (ITC), elaborado por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, permite analizar la competitividad del sector exterior, comparando la evolución de los precios españoles con la de los precios de otros países con los que España mantiene relaciones comerciales.
[2] Un descenso del índice implica una ganancia de competitividad exterior de la economía española frente al grupo de países respecto del cual se construye el índice y viceversa.

Vicisitudes brasileñas

Brasil es, sin embargo, un gigante con pies de barro. Pese a los logros de la última década, un 20 por ciento de la población subsiste por debajo del umbral de pobreza.

La economía y las empresas brasileñas llevan años haciendo grandes progresos. Se trata de la sexta economía del mundo por tamaño, y el mayor productor de mineral de hierro, jugo de naranja, pollos, café, carne de vacuno y aviones de transporte regional. Se sitúa además en el segundo puesto en biocombustibles, soja, harina de soja, azúcar, manganeso, y en el tercero en algodón y carne de cerdo. No le falta además empresas de envergadura global. JBS es la mayor empresa cárnica del mundo, Vale la tercera empresa minera, Braskem el mayor productor de bioplásticos, Cosan el mayor productor de biocombustibles y Embraer es la empresa responsable de que Brasil sea el mayor productor de aviones de transporte regional.

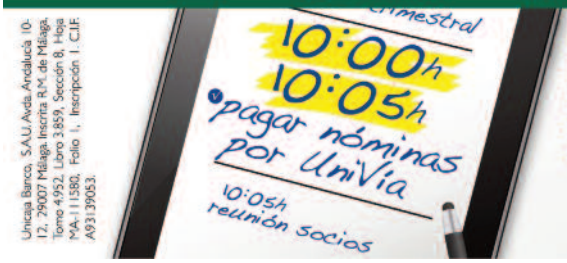
La economía y las empresas brasileñas llevan años haciendo grandes progresos. Se trata de la sexta economía del mundo por tamaño, y el mayor productor de mineral de hierro, jugo de naranja, pollos, café, carne de vacuno y aviones de transporte regional. Se sitúa además en el segundo puesto en biocombustibles, soja, harina de soja, azúcar, manganeso, y en el tercero en algodón y carne de cerdo. No le falta además empresas de envergadura global. JBS es la mayor empresa cárnica del mundo, Vale la tercera empresa minera, Braskem el mayor productor de bioplásticos, Cosan el mayor productor de biocombustibles y Embraer es la empresa responsable de que Brasil sea el mayor productor de aviones de transporte regional.

Brasil ha conseguido sacar de la pobreza a unos 30 millones de personas y elevar a la clase media a unos 20 millones. Por primera vez hay ya más personas con ingresos medios en Brasil que con ingresos bajos. El país se ha convertido en un gran mercado de consumo, el segundo del mundo en material cerámico, el tercero en cosméticos y teléfonos móviles, el quinto en ordenadores personales y bebidas embotelladas, y el sexto en automóviles. Brasil cuenta con 200 millones de habitantes y una extensión geográfica que le convierte en el quinto país del mundo, controla el 18 por ciento de las reservas de agua dulce y el 60 por ciento de la Amazonia. Cuenta con las octavas reservas más importantes de petróleo.

Brasil es, sin embargo, un gigante con pies de barro. Pese a los logros de la última década, un 20 por ciento de la población subsiste por debajo del umbral de pobreza. La desigualdad en la distribución de la renta todavía es una de las más altas del mundo. Solamente la mitad de los hogares tienen máquina lavadora y conexión a la red de saneamiento y alcantarillado. Pese a que dispone de una burocracia pública relativamente pequeña pero muy competente, el gobierno se encuentra sumido en una sucesión interminable de es-

Mauro F. Guillén es director del Lauder Institute y catedrático de Dirección Internacional de la Empresa en la Wharton School, así como miembro del Consejo Académico de Afi Escuela de Finanzas Aplicadas.
E-mail: guillen@wharton.upenn.edu

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

cándalos. La corrupción parece haber aumentado en los últimos años. Brasil ocupa el puesto 120 en el ránking de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial.

Los retos macroeconómicos son de calado. La economía apenas crece un punto porcentual, lo que es manifiestamente insuficiente para reducir la pobreza y elevar la clase media. Los precios de los bienes raíces han crecido un 70 por ciento desde finales de 2008. La productividad se redujo entre 1990 y 2006, y ha aumentado muy lentamente desde entonces. Aunque Brasil disfruta de un superávit en la balanza de mercancías de 30.000 millones de dólares anuales, la balanza de servicios arroja un déficit de 38.000 millones. La balanza por cuenta corriente es aún más negativa: 53.000 millones. El país es atractivo para el inversor extranjero dados los elevados tipos de interés y las enormes oportunidades en la minería y las infraestructuras. De hecho, Brasil acumula reservas de divisas porque atrae más de 100.000 millones cada año, el doble de lo necesario para compensar por el déficit por cuenta corriente.

La mayor debilidad de Brasil es su creciente dependencia de las exportaciones de materias primas mineras y agrícolas. En 2010 Brasil exportó por primera vez en muchas décadas más bienes primarios que productos manufacturados. Esta tendencia se ha acentuado por la demanda china. La que pronto será primera economía mundial es el mayor socio comercial de Brasil, del que importa mineral de hierro, soja, carne, madera, goma, acero y petróleo. Brasil compra a China confección, calzado, electrónica de consumo y aparatos eléctricos. Brasil es un gigante con pies de barro, cada vez más dependiente de los avatares de los precios de las materias primas y de China ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Las políticas monetarias vuelven a escena

Las medidas expansivas anunciadas recientemente por los bancos centrales, fundamentalmente las del Banco de Japón, explican el grueso del movimiento de las variables financieras durante el mes de abril. En este contexto, sobreponderamos la renta variable con protagonismo de la bolsa en Área euro, Japón y Asia emergente.

Cristina Colomo

En lo que respecta a los bancos centrales, destacamos que el Banco de Japón (BoJ) ha instaurado un nuevo régimen en la política monetaria del país dando dimensión a la estrategia de expansión de balance instaurada por la Fed, pero introduciendo dos elementos diferenciales, en nuestra opinión, claves: la fijación de un objetivo de inflación (2%) más elevado que el reciente y la meta de conseguirlo en un plazo máximo de 2 años. El BCE respeta la línea esencial de su último Consejo de Gobierno pero aludiendo a tres aspectos en los que el mercado ha centrado la atención desde que se inició la crisis de Chipre y se confirmó la extensión del deterioro de la actividad en el Área euro al primer trimestre de 2013:

1. Margen de maniobra del que dispone para reactivar la economía si el ciclo empeora

El BCE reitera su predisposición a actuar si las condiciones lo requieren y a mantener inalterada la política actual de estímulo monetario. El exceso de liquidez en el Eurosistema sigue en 370.000 millones de euros pese a que la devolución de las LTRO (incluida la caída en la facilidad marginal de depósito) alcanza ya el 50% del importe inyectado. El recorte del repo, ya descontado por el

[Stockbyte]/Thinkstock.

mercado, podría llevarlo a cabo en su próximo Consejo de Gobierno (2 de Mayo).

2. Posibilidad de actuar sobre los canales de financiación empresarial

No se descartaba que el BCE, sensible a la disparidad en el volumen y los tipos de interés de concesión del crédito bancario entre los países del Área euro, anunciase alguna medida orientada a facilitar la transmisión monetaria a la economía real.

La respuesta de Draghi fue contundente: aunque el BCE está analizando distintas opciones, la

decisión que finalmente se adopte debe ser consistente con su mandato y tener, a priori, un impacto significativo. Recalcó que el efecto que podría tener un programa de compra de papel comercial como el instaurado en su momento en Reino Unido o EEUU, sería menor en el Área euro debido a que el peso del crédito bancario en la estructura de financiación empresarial es sustancialmente superior en este caso. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) y los Gobiernos nacionales (en el caso de España, por ejemplo, a través de líneas ICO o reduciendo el período medio de pago de la Administración pública a sus proveedores) deberían jugar un papel relevante en este sentido.

3. Repercusiones de la gestión del rescate chipriota sobre futuras decisiones en el Área euro. Sin mención alguna a la instauración de controles de capitales en un mercado único como es el del euro, el caso de Chipre no constituye el modelo a seguir en adelante pero sí revela la necesidad de (i) desarrollar con la mayor celeridad posible la unión bancaria y (ii) definir el mecanismo de resolución, restructuración y recapitalización bancaria en el Área euro. En palabras de Draghi, "el bail-in bancario en sí mismo no es negativo; solo genera efectos distorsionadores si se realiza sin un marco normativo previo común al conjunto del Área euro".

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	Abril	2013
RV Japón	3,3%	19,6%
RF Largo Euro	1,2%	1,9%
RV España	1,1%	1,2%
Garantizado RF	0,8%	2,8%
Garantizado a vto	0,5%	1,7%
RF Corto Euro	0,5%	1,3%
RF High Yields	0,3%	3,3%
RF Mixta Euro	0,3%	1,4%
Garantizado parcial	0,3%	0,4%
RF Emergentes	0,2%	1,6%
Monetarios Dinámicos	0,1%	0,5%
Monetarios Euro	0,1%	0,3%
Gestión Alternativa	-0,1%	0,9%
RF Internacional	-0,1%	0,8%
RF Mixta Internacional	-0,2%	1,6%
RV Mixta Euro	-0,3%	1,5%
FIL	-0,5%	0,3%
RF Emergentes Corporate	-0,5%	0,7%
Gestión Global	-0,5%	1,4%
RF Convertibles	-0,6%	2,8%
RV Mixta Internacional	-0,8%	3,7%
RV Euro	-1,1%	1,3%
RF LP USD	-1,4%	1,7%
Monetarios Internacional	-1,5%	-2,9%
RV Asia y Oceanía	-1,5%	2,8%
RF CP USD	-1,5%	1,1%
Monetarios USD	-2,0%	1,0%
RV Sectores Crecimiento	-2,0%	7,5%
RV Sectores Defensivos	-2,2%	2,4%
RV Global	-2,2%	5,6%
RV Europa	-2,2%	3,7%
RV EEUU	-2,6%	10,1%
RV Emergentes MENA	-3,2%	1,2%
RV Emergentes Global	-3,3%	-1,8%
RV Emergentes Latam.	-4,6%	-0,9%
RV Emergentes Eur. Este	-4,9%	-3,6%
Materias primas	-7,3%	-7,1%

Fuente: *Afi*.

RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

	Peso actual	Ratios valoración				Ccto BPA (%)				*Market cap* (millEUR)
		PER	P/B	RPD	ROE	2011	2012	2013	2014	
Inditex	11%	25,6	7,1	2,6%	27,4%	11,5%	22,3%	12,4%	12,8%	62.065
Red Eléctrica	11%	10,2	2,5	6,9%	24,0%	17,9%	7,0%	7,1%	7,4%	5.127
OHL	11%	10,1	1,2	2,7%	12,0%	14,3%	16,3%	10,2%	10,7%	2.718
Técnicas Reunidas	11%	14,6	4,5	3,9%	28,2%	29,6%	1,2%	9,4%	9,5%	2.054
Viscofan	10%	17,5	3,6	3,0%	19,7%	20,6%	6,7%	5,3%	10,8%	1.866
Santander	10%	17,3	0,8	10,8%	7,9%	-29,0%	-65,6%	150,0%	16,3%	58.795
DIA	10%	19,9	20,7	2,6%	73,4%	31,4%	22,6%	17,0%	13,7%	4.019
Telefónica	10%	10,0	2,3	6,9%	20,8%	-14,4%	-25,3%	2,2%	3,9%	49.788
Grifols	9%	29,5	5,0	1,1%	18,4%	5,5%	80,6%	23,5%	19,7%	9.330
ACS	7%	8,3	2,2	6,1%	24,0%	-0,7%	-23,8%	0,5%	7,1%	5.977
Cartera recomendada		**16,4**	**5,0**	**4,6%**	**25,6%**	**9,4%**	**4,6%**	**23,9%**	**11,2%**	
IBEX 35		**18,9**	**1,2**	**4,8%**	**6,1%**	**-20,5%**	**-46,2%**	**63,1%**	**18,4%**	

Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

Reacción de los mercados

Las medidas expansivas anunciadas recientemente por los bancos centrales (fundamentalmente las del Banco de Japón) explican el grueso del movimiento de las variables financieras durante el mes. En renta variable se han observado claras divergencias entre la del bloque desarrollado y emergente. En este contexto, destaca la aceleración de las subidas de Nikkei y S&P 500, mientras las dudas sobre el ciclo frenan los índices emergentes. En Europa, el sector bancario sufre un claro revés en el mes de marzo, consecuencia de la inestabilidad causada por el proceso de aprobación del programa de rescate a Chipre y su sistema financiero.

Asset Allocation recomendado

En la gestión de carteras mantenemos estable la distribución de activos después de los cambios de los últimos meses. Sobreponderamos la renta variable, con protagonismo de bolsa euro, Japón y Asia emergente. En la categoría de renta fija mantenemos la infraponderación, especialmente en emisiones soberanas a corto plazo y de renta fija privada grado de inversión. En *high yield*, el recorrido empieza a agotarse (reducimos nivel de sobreponderación), pero seguimos viendo retornos positivos en 2013 y recomendamos un 6% de la cartera ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-abr-13	31-mar-13	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	20%	20%	17%	3%
RV EEUU	3%	3%	6%	-3%
RV Emer. Asia	5%	5%	1%	4%
RV Emerg. Latam	0%	0%	1%	-1%
RV Europa Este	0%	0%	1%	-1%
RV Japón	8%	8%	4%	4%
Renta variable	**36%**	**36%**	**30%**	**6%**
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	8%	8%	0%	8%
Gestión alternativa	**8%**	**8%**	**7%**	**1%**
RF Convertibles	9%	9%	0%	9%
RF High Yield	6%	6%	2%	4%
RF Emergente	8%	8%	0%	8%
RF IG CP	4%	4%	8%	-4%
RF IG LP	6%	6%	0%	6%
RF Largo EUR	8%	8%	15%	-7%
RF Corto EUR	5%	5%	33%	-28%
RF USD	0%	0%	0%	0%
Renta fija	**46%**	**46%**	**58%**	**-12%**
Monetarios USD	5%	5%	0%	5%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	5%	5%	5%	0%
Mdo. Monetario	**10%**	**10%**	**5%**	**5%**

Fuente: *Afi*.

Cada vez más divergencias

La posición cíclica de Holanda no hace más que constatar que Alemania está cada vez más sola y que en las previsiones de crecimiento para los países europeos el rojo avanza preocupantemente.

De los distintos factores de riesgo para el ciclo económico mundial, la crisis del Área euro sigue siendo el más importante. Aunque la situación en Chipre parece que se ha conseguido contener –y sin efecto contagio sobre otros países miembros de la UME– se ha puesto de manifiesto que persisten importantes vulnerabilidades que serán sometidas a pruebas de esfuerzo adicional en próximos meses. Ya lo comentamos el mes pasado: Italia y Francia seguirán centrando la atención, países a los que se podría sumar Holanda. El FMI anticipa una nueva contracción del PIB (del 0,5%), un aumento de la tasa de paro, del 5,3% al 6,3%, y del stock de deuda (hasta el 75%) si bien, su holgada posición en el saldo por cuenta corriente (superávit del 8,7%) es una fortaleza diferencial, mientras que su déficit público (4%) se está reduciendo paulatinamente. Pero la posición cíclica de Holanda no hace más que constatar que Alemania está cada vez más sola y que en las previsiones de crecimiento para los países europeos el rojo avanza preocupantemente. Por suerte, parece que este color no se extiende a otras áreas geográficas del mundo. Respecto a los países de menor tamaño de la UEM, **Eslovenia** podría ser el próximo en ser rescatado, en un caso más similar al de España, pero de menor dimensión. Resumiendo: un sistema financiero con problemas de solvencia motivados por una recesión económica, pero con margen de su Tesoro para el endeudamiento (60% deuda/PIB) y un tamaño de los bancos relativamente reducido (1,4 veces el PIB vs 7 en el caso de Chipre o 3,3 de España).

Así, la crisis de la UEM nos dice que Grecia (un problema de deuda pública) no es (ni era) Irlanda (un caso más similar al de Chipre, si bien con margen de actuación por parte de su Tesoro y con pasivos en los bancos distintos a los depósitos a los que se les ha podido aplicar quitas). Que Irlanda no es Portugal (país con un claro déficit de motores de crecimiento). Que en España los problemas derivan del estallido de la burbuja inmobiliaria y su impacto sobre la solvencia bancaria (pero ésta se ha resuelto, al menos en un 75%, por la vía privada) y sobre la recaudación tributaria (hipersensible al ciclo), aflorando un déficit público que en 5 años ha llevado el ratio deuda/PIB hacia cotas similares a la media europea. Que Chipre no es Grecia, ni Irlanda, ni Portugal ni España... sino que se parece más ¡a Islandia! Y que Lu-

David Cano es socio de Afi y Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI
E-mail: dcano@afi.es
@david_cano_m

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

xemburgo no, no es Chipre, por más que tenga un sistema bancario sobredimensionado: su cuenta de resultados se construye a base de comisiones, no de *carry*, como hacía el chipriota remunerando los depósitos al 5% e invirtiendo en deuda griega al 8%, por lo que la calidad de sus activos es muy, muy superior.

Respecto a los **riesgos cíclicos**, el FMI maneja en su *World Economic Outlook* un escenario de crecimiento del PIB mundial relativamente favorable (y similar al vigente al principio de año), ya que continuaría la moderada senda de recuperación observada a finales de 2012. Así, el mundo crecería un 3,3% (frente al 3,2% de 2012) para poder hacerlo a tasas del 4,0% en 2014. Esta valoración favorable no debe ocultar el contraste entre países. La UEM como lastre (-0,3%) y China (+8,0%) como motor. La sorpresa positiva puede ser Japón, que podría avanzar al 1,6% impulsado por el *quantitative easing* (QE) recientemente anunciado por su banco central y que alcanzaría un equivalente al 60% del PIB. La Fed persistirá con el suyo mientras el BCE, en el lado opuesto, sigue retirando su particular relajación cuantitativa, que consistió en mayor medida en inyectar liquidez a las entidades financieras y no tanto en comprar activos de renta fija, si bien, sí lo hizo, por unos 65.000 millones de euros con sendos programas de compra de bonos garantizados (CBPP1 y CBPP2[1]) ::

[1] El SMP, por el que compró algo más de 200.000 millones de euros no debe considerarse QE ya que el BCE retiró la liquidez generada.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

Entrevista a: Javier Carbajo de la Fuente, Consejero Delegado de ALSA

«La adaptación al entorno local, clave en la estrategia de internacionalización de ALSA»

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Bilbao y MBA por el IEDE. Ha realizado el *Senior Management Program de IE* y el Curso en Control de Gestión y de Desarrollo Directivo de ESADE. Actualmente es el consejero delegado de ALSA, donde ha desempeñado su actividad profesional desde 1978, trabajando en todas las áreas de gestión de la organización y participando en los procesos de internacionalización de la compañía en Chile, Portugal, Marruecos, Suiza y Alemania. Asimismo, es asesor del Comité Ejecutivo del Instituto de Empresa y, dentro del sector de transportes, colabora con varias asociaciones, siendo en la actualidad vicepresidente de Fenebús y patrono de la Fundación Francisco Corell. Participa habitualmente en distintos foros y cursos especializados en transporte de viajeros organizados por las Administraciones e instituciones académicas.

Javier Carbajo de la Fuente
Consejero Delegado de ALSA

Ana Domínguez

ALSA (Automóviles Luarca, S.A.) es una empresa que cuenta con más de cien años de experiencia y ocupa una posición de liderazgo dentro del sector del transporte de viajeros por carretera en España. Se configura como un operador integral, ofreciendo diversos servicios de transporte en autobús, a la vez que gestiona algunas infraestructuras conexas (estaciones de autobuses, áreas de servicio y áreas de mantenimiento de vehículos). En los años 60 inició su andadura internacional y actualmente cuenta con una destacada presencia en los mercados europeo y norteafricano.

Aunque sus orígenes se remontan a 1889, época de "La Ferrocarrilana", ALSA como tal está este

año de aniversario, cuando cumple 90 años al servicio de los viajeros por carretera. En esta larga trayectoria, ¿cuáles son los pilares que han sustentado el buen hacer de la compañía?

Nuestra vocación de crecimiento y nuestro respeto al compromiso con el cliente de prestarle un servicio de transporte de calidad por encima de sus expectativas en términos de seguridad, frecuencia y comodidad.

Estos pilares están en nuestra cultura y son impulsados desde hace muchos años por la familia Cosmen, fundadora del grupo ALSA.

Para ello nos apoyamos en unos sólidos valores: procuramos la máxima seguridad en nuestras operaciones; ponemos al cliente en el centro de nuestra actividad; fomentamos que las personas que forman ALSA alcancen su máximo potencial; y que nuestras actividades mejoren las condiciones sociales, ambientales y económicas de la comunidad en la que prestamos nuestros servicios.

Hace casi 50 años que ALSA realizó su primera ruta internacional. Desde entonces, ha ido ampliando las conexiones con destinos fuera de España, primero en Europa y más tarde con la implantación en otros mercados. ¿Cuáles han sido las principales motivaciones que le llevaron a emprender este proceso de internacionalización? ¿Qué líneas estratégicas han marcado esa andadura internacional?

ALSA es una compañía que tiene como una de sus señas de identidad el crecimiento continuo, siguiendo el principio de que la empresa que no crece tiende a desaparecer. Por ello, en la década de los 60 iniciamos nuestros primeros proyectos internacionales, con la inauguración en 1964 de la línea internacional Oviedo-París-Bruselas, a la que siguieron otras muchas, con el objetivo de atender a los españoles que en aquellos años emigraban a Europa en busca de oportunidades. El éxito de nuestra implantación en nuevos mercados ha residido en el control de riesgos y la adaptación al entorno local. Personalmente me siento muy satisfecho de haber participado en los principales procesos de internacionalización que ha emprendido ALSA en los últimos años.

La llegada a Marruecos en 1999, para gestionar el transporte urbano de Marrakech, ¿ha conllevado importantes exigencias en cuanto a la adaptación a las características específicas del reino alauí? ¿Difieren los procesos de licitación para la prestación de servicios de transporte en mercados emergentes como el marroquí de los habituales en España?

Indudablemente es necesario adaptarse a las especificidades culturales de cada país, pero en el sector del transporte por carretera los procesos para la obtención de los contratos y los concursos no difieren en lo sustancial a los habituales en España. Existe competencia y procesos muy serios, con total transparencia y seguridad jurídica para los operadores que concurren.

Otro importante hito para ALSA se produjo con la integración, en 2005, con el operador *National Express Group*. ¿Este hecho ha tenido algún impacto en el proceso de internacionalización de la empresa?

Sin duda. Estar integrado en un gran operador internacional multimodal como el Grupo *National Express* nos aporta un mayor pulmón financiero, nos permite aumentar nuestras posibilidades de internacionalización y de diversificación, especialmente gracias a la experiencia ferroviaria del Grupo.

A lo largo de los años las demandas de los viajeros han ido evolucionando, exigiendo una adaptación de los servicios de la empresa para cubrir esas necesidades cambiantes. En este sentido, ¿cuáles han sido los principales obstáculos a los que han tenido que hacer frente?

En épocas de crisis hay que mantener unas estructuras operativas flexibles para trabajar su ajuste inmediato a la demanda así como profundizar en el conocimiento de los cambios que se observan en los hábitos de los consumidores. Por ello dedicamos importantes recursos a realizar estudios y encuestas que nos permiten conocer las necesidades de los clientes sobre nuestros productos y servicios. De ellos surgen nuevas ideas para responder adecuadamente a sus requerimientos y desarrollar productos novedosos. Los mayores retos están en seguir trabajando con estas palancas y seguir pensando en la empresa a largo plazo.

¿Es el actual momento de crisis económica uno de los que ha supuesto mayores retos para el negocio de ALSA? ¿Cómo afronta su empresa el presente? ¿Cuál es el próximo destino de la ruta internacional que tienen previsto emprender?

Evidentemente el actual entorno económico nos está generando problemas. Los altos índices de paro y la escasa actividad económica afectan negativamente a las tasas de movilidad y, en definitiva, al número de viajeros. Nuestro modo se está viendo afectado por la competencia de otros modos que están aplicando tarifas muy competitivas,

en algunos casos con ayudas públicas, lo que distorsiona la competencia.

Pero los momentos de crisis también ofrecen oportunidades y creo que a medio plazo habrá más oportunidades, tanto por la externalización de los transportes urbanos como por la apertura a la operación privada del ferrocarril de viajeros.

En el desarrollo internacional estamos observando oportunidades en distintas áreas geográficas y permanecemos atentos a oportunidades que puedan surgir en Europa, Norte de África y Oriente Medio.

¿Qué importancia tienen las nuevas tecnologías y las redes sociales en el desarrollo del negocio de ALSA?
Para nosotros tienen una importancia fundamental y siempre nos hemos preocupado por incorporar a nuestra gestión las principales innovaciones en el área de operaciones y del cliente. Los procesos de innovación tecnológica nos dan mayor capacidad para ofertar un servicio de mejor calidad y obtener índices de actividad que dan una mayor eficiencia a la empresa.

Las redes sociales, por su parte, suponen una oportunidad única para acercarnos a los clientes actuales y potenciales, y para establecer nuevos canales de comunicación y servicio, permitiéndonos reforzar los atributos positivos de la marca mediante la activación de un diálogo permanente con ellos.

Para abordar los procesos de internacionalización en España existen distintos organismos públicos que ofrecen ayudas a las empresas, aunque se han limitado en el actual contexto económico. ¿ALSA ha recurrido ALSA a estos apoyos públicos? ¿Qué valoración tiene del apoyo oficial a la exportación y/o inversión en el exterior?
ALSA no ha acudido a ayudas públicas en su proceso de internacionalización. Valoramos muy positivamente los apoyos que pueden dar la embajadas y

sus oficinas comerciales a las empresas, ya que con su experiencia y conocimiento local evitan errores de enfoque y facilitan un mejor conocimiento de la cultura local, siempre muy importante a la hora de definir proyectos e inversiones.

Como conocedor de la operativa internacional, ¿qué consejo podría trasladar a otros empresarios que desean salir al exterior?, y ¿cuáles son las habilidades profesionales más valiosas para poner rumbo hacia otros mercados?

Los procesos de internacionalización son muy difíciles. En mi opinión, lo más importante es disponer de muy buenos equipos humanos, y si se quiere tener éxito es necesario trabajar con mucha antelación ::

Adictos al trabajo: ¿es bueno para alguien?

Es importante que la empresa no confunda la adicción al trabajo con el compromiso. La diferencia fundamental consiste en que las personas comprometidas, además de ser eficientes, tienen capacidad de desconectar del trabajo, lo que les permite descansar y volver al día siguiente manteniendo elevadas tasas de productividad.

Yolanda Antón

La adicción al trabajo (*workalcoholism*) es un concepto relativamente reciente. El término aparece por primera vez en 1968, cuando un profesor norteamericano (Oates) lo utiliza para referirse a su propia relación con el trabajo y lo compara con el alcoholismo.

El adicto al trabajo, al igual que sucede con otras adicciones, niega la situación, manipula la información, llega a creerse las justificaciones que da a su familia, compañeros y amigos para explicar su excesiva dedicación al trabajo que termina llevándose a casa, realizándolo durante el fin de semana, en su tiempo de descanso, vacaciones e incluso estando enfermo.

A corto plazo, este tipo de personas ofrece un rendimiento superior a la media, de manera que, a primera vista, puede resultar un perfil muy atractivo en los procesos de selección de personal. Sin embargo, a medio y largo plazo, el ritmo de trabajo tan elevado que se imponen y los retos tan ambiciosos que se marcan provocan que, al final, no puedan cumplir con las metas fijadas. Terminan comiendo mal, durmiendo mal,... y su rendimiento cae en picado. Su rendimiento termina siendo deficiente, presentan problemas de salud e insatisfacciones extra-laborales.

[iStockphoto]/Thinkstock.

Existen organizaciones y directivos cuya norma, que ejercen y valoran, es trabajar siempre más allá de los horarios establecidos. No salir a comer, posponer la vida familiar, no tener tiempo para el ocio,...está especialmente valorado, tanto para con ellos mismos como para con otros. Si tienen gente a su cargo terminan exigiéndoles disponibilidad las 24 horas del día y los 365 días al año.

La cultura organizativa del momento que vivimos favorece este tipo de actitudes con la vista puesta en el corto plazo y en la búsqueda de la competitividad. El control del gasto, con empleados que terminan asumiendo más tareas de las posibles por temor al desempleo, juegan en contra y

SEGUROS PARA EMPRESAS

CUBRA CASI TODOS SUS IMPREVISTOS

¿Quién no ha derramado alguna vez el café sobre la mesa?

Pormenores como ese serán lo único por lo que tendrá que preocuparse desde ahora, porque Unicaja le ofrece una amplia gama de Seguros para Empresas que cubren los posibles imprevistos que pueden sucederle en el desarrollo de su actividad profesional.

- SEGUROS DE DAÑOS
- SEGUROS PERSONALES
- SEGUROS DE RESPONSABILIDAD CIVIL
- SEGUROS DE CRÉDITO

Unicaja

hacen que se aferren a su puesto de trabajo olvidándose de la importancia del equilibrio personal.

Llegados a este punto, es importante que la empresa no confunda la adicción al trabajo con el compromiso. La diferencia fundamental entre estos dos comportamientos consiste en que las personas comprometidas, además de ser eficientes, tienen capacidad de desconectar del trabajo. Y es esta habilidad la que les permite descansar y volver al día siguiente manteniendo elevadas tasas de productividad.

Sin duda existen puestos de trabajo más adictivos que otros, aunque también es cierto que los adictos al trabajo tienen una mayor facilidad para percibir las tareas como retadoras, lo que a su vez alimenta progresivamente su adicción.

Las organizaciones deben prevenir estas conductas y pueden hacerlo mejorando el contenido del puesto de trabajo, eliminando jornadas de trabajo excesivamente largas, cuidando la distribución del tiempo, fomentando la flexibilidad de horarios y la posibilidad de realizar pausas que permitan la desconexión mental y física. Con este tipo de iniciativas los costes se reducen, mejora la salud de los empleados, la calidad de las relaciones en el trabajo y aumenta la productividad.

Podríamos pensar que en España esta adicción no es un hecho reseñable en la actualidad. Nada más lejos de la realidad. En un país en el que el paro no deja de crecer y el porcentaje de adictos al trabajo es actualmente de un 4,6%, según estudios recientes de la Universidad Politécnica de Valencia, la Universidad Jaume I de Castellón y la Universidad del País Vasco, en poco menos de tres años este porcentaje podría dispararse a un 11,8%.

Afortunadamente, cada vez es más habitual que las organizaciones velen por la política de cumplimiento de objetivos, e incluso puede resultar "políticamente incorrecto" echar demasiadas horas. Buena parte de este cambio de tendencia no tiene que ver con las empresas, que rara vez van a pedir al empleado que aminore el ritmo de trabajo. Tampoco tiene que ver con los efectos negativos que puedan generar estos empleados o jefes adictos en su entorno. El cambio está llegando de la mano de una transformación social: las nuevas generaciones valoran más el ocio ::

Preguntas utilizadas en la encuesta realizada

1. ¿Parece que estoy en una carrera contrarreloj?
2. ¿Continuamente salgo del trabajo después que mis compañeros?
3. ¿Es importante trabajar duro aunque no disfrute?
4. ¿Generalmente estoy ocupado, llevo muchos asuntos entre manos?
5. ¿Un impulso interno me lleva a trabajar duro, es algo que tengo que hacer quiera o no?
6. ¿Dedico más tiempo a trabajar que a estar con amigos, a hobbies o actividades de placer?
7. ¿Me siento obligado a trabajar duro, incluso cuando no lo disfruto?
8. ¿Hago dos o tres cosas a la vez, como comer y tomar notas mientras estoy hablando por teléfono?
9. ¿Me siento culpable cuando tengo un día libre?
10. ¿Me resulta difícil relajarme cuando no trabajo?

Diplomacia económica

En aquellos países en los que su servicio exterior está liderado por embajadores que se sienten *salesmen* de sus marcas nacionales antes que diplomáticos de escuela, las cosas van mucho mejor para sus empresas en el exterior.

Entre los servicios exteriores de las naciones que tienen algo que decir encontramos una gran variedad de planteamientos que van desde la agresividad comercial hasta la nostalgia decimonónica; de la aceptación de que el chino mandarín es una lengua que hay que empezar a hablar hasta la resistencia enfermiza a dejar de hablar francés; de la visión estratégica global al síndrome de hegemonía acomplejada. Entre aquellos servicios exteriores que mejores servicios rinden a sus respectivos países, sin dejar de prestar servicios a su comunidad internacional de referencia, se encuentran los que entienden que una de sus principales tareas consiste en allegar negocio para su país, en vender su país como si se tratase de los bienes y servicios de la compañía para la que trabajan.

En esta concepción del servicio exterior, que va más allá de lo que normalmente se entiende por "diplomacia económica", por ejemplo, ni un solo dólar o euro de la ayuda exterior (cooperación al desarrollo) que pueda prestar su país dejará de aportar a las empresas domésticas una oportunidad de negocio. Podrá criticarse esta visión tan material del servicio exterior, frente a su más pura vocación diplomática. Podrá decirse también que para esa función económica ya están los cuerpos especiales de agregados o técnicos comerciales y que los embajadores y sus cancilleres principales están para otras cosas.

Pero lo cierto es que en aquellos países en los que su servicio exterior está liderado por embajadores que se sienten salesmen de sus marcas nacionales antes que diplomáticos de escuela, las cosas van mucho mejor para sus empresas en el exterior. Naturalmente, los embajadores-vendedores deben estar más que preparados para cambiar el catálogo de bienes y servicios de su país por el bicornio de plumas y las charreteras, o para devanarse los sesos en complejas negociaciones diplomáticas, pasando del inglés al francés o al chino. Pero una economía tan globalizada como la actual obliga a los servicios exteriores a no perder el tiempo, aprovechando todos los resquicios, para situar a sus empresas domésticas en las *supply chains* globales.

¿Cómo se organiza el servicio exterior español teniendo en cuenta esta relevante dimensión? Pues, da la impresión, a la vista de los resultados, de que manifestándose claramente la existencia de excelentes embajadores y técnicos comerciales que comprenden bien la lógica comercial del servicio exterior al que pertenecen, por un lado, por otro se constata una igualmente clara falta de vocación económica de nuestro servicio exterior en su conjunto.

José Antonio Herce es socio de Afi.
E-mail: jherce@afi.es

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS

PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

e-Business funciona como herramienta de gestión on-line

Solicite su Tarjeta e-Business en su oficina habitual de Unicaja. Para cualquier duda, llame a Unicaja Línea Directa al 901 111 133 / 952 076 224. Le atenderemos encantados.

Unicaja

Si nos fiáramos de las apariencias más aparentes, veríamos en las misiones comerciales encabezadas por las primeras autoridades de la nación –con su séquito de nutridas asociaciones empresariales y empresarios de bandera– la manifestación más potente de esa "diplomacia económica"; el remate de un trabajo constante desarrollado por los técnicos a ambos lados de cada relación comercial, económica o financiera; o la incesante ida y vuelta de visitas, correos y dosieres empresariales en los despachos de los agregados comerciales.

Seguro que esto sucede en algunos de los casos de éxito más sonados de la trayectoria de internacionalización de nuestras grandes empresas, a razón de unos cuantos a la década, no obstante. Pero también es posible que, en general, las empresas españolas, si alguna vez se les ocurriese pensar que el servicio exterior de España también está al servicio de su desempeño exterior, y en consecuencia ejerciesen una demanda solvente del mismo, se encuentren con una diplomacia económica inexistente ::

Cómo medir la iliquidez de las acciones en una valoración

La cuantificación del descuento por iliquidez aplicable a acciones no cotizadas es un tema ampliamente tratado en la teoría de las finanzas corporativas, con numerosos estudios empíricos que tratan de cuantificar un coeficiente de descuento. La mayor parte de estudios sitúan el descuento en un rango entre el 15% y el 30%. El presente artículo propone distintas metodologías de estimación, algunas tradicionales y otras basadas en diferentes indicadores contrastables actualmente en los mercados financieros.

Pablo Guijarro

Introducción

Se entiende por liquidez de un activo la capacidad de transformarlo en efectivo de manera casi inmediata, mediante su venta en un mercado organizado. Para el caso de las acciones, la Bolsa es el mercado líquido correspondiente, en el que un inversor puede comprar o vender acciones en tiempo prácticamente real.

La capacidad de transformar un activo en efectivo de manera inmediata tiene un valor para el inversor, que se refleja en el precio de las compañías cotizadas y que no tienen las empresas no cotizadas. Si un inversor decide desinvertir en una empresa no cotizada no podrá deshacer su posición de manera inmediata, y el proceso de búsqueda de un comprador puede dilatarse en el tiempo.

Cuando se valora una empresa no cotizada tomando como referencia el precio de una compañía cotizada se debe aplicar un descuento por iliquidez, pues el precio de cotización refleja el valor que el inversor y el mercado otorgan a la liquidez.

[iStockphoto/Thinkstock.]

El descuento por iliquidez teóricamente debería medir el coste que para un accionista de una empresa no cotizada le supondría encontrar un potencial comprador de su participación. El coste vendría determinado por dos factores:

• Coste de oportunidad asociado a que el retraso en la obtención de recursos por la venta de la sociedad dilata la reinversión de los fondos.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

• Costes de transacción: coste explícito del proceso de búsqueda de un comprador, derivado de la contratación de servicios profesionales externos.

Los métodos académicos más tradicionales para medir la iliquidez en acciones no cotizadas

La cuantificación del descuento por iliquidez aplicable a acciones no cotizadas es un tema ampliamente tratado en la Teoría de las Finanzas Corporativas, con numerosos estudios empíricos que tratan de cuantificar un coeficiente de descuento. La mayor parte de estudios sitúan el descuento en un rango entre el 15% y el 30%.

La amplitud del rango obedece a que el descuento por iliquidez en una empresa no cotizada varía en función de múltiples factores:

• Tamaño de la empresa: a mayor dimensión, menor descuento

• Tipología de activos de la empresa: cuanto más líquidos sean los activos, menor descuento será aplicable a la compañía

• Situación financiera: empresas financieramente sólidas resultan más atractivas para un inversor, por lo que el descuento sería menor

• Capacidad de generación de tesorería, premiando positivamente aquellas empresas con mayores flujos de caja anuales

• Participación potencial del comprador, resultando más atractivas (menor descuento) participaciones mayoritarias de control

Las principales aproximaciones seguidas tradicionalmente por los académicos para intentar cuantificar el descuento por iliquidez son las siguientes:

• **Acciones restringidas ("*Restricted stocks*")**

Las denominadas acciones restringidas, existentes principalmente en el mercado americano, son acciones emitidas por una compañía cotizada pero que no se registran en la Comisión Nacional de Valores (SEC) y que se colocan de manera privada entre los inversores bajo la norma SEC Rule 144. Estas acciones están sujetas a cláusulas que impiden su venta en mercado durante un plazo mínimo de 1 año. Cuando se emite ese tipo de acciones, el precio de emisión se fija en un nivel menor que el precio de cotización existente, y la diferencia puede asimilarse a un descuento por la iliquidez de las nuevas acciones emitidas.

• **Ofertas Públicas de Venta ("*Initial Public Offerings*")**

Esta aproximación basa el cálculo del descuento por iliquidez en la comparación entre el precio de la OPV de una compañía y el precio de transacciones recientes registradas con las acciones de la compañía. Esta aproximación presenta ciertas debilidades, derivadas básicamente de que el precio de la OPV puede recoger otros factores adicionales a la prima de liquidez, y que las transacciones recientes pueden estar sesgadas por la previsión de realización de una OPV.

• **Comparación de distintas clases de acciones ("*Share classes*")**

Existen compañías con diferentes clases de acciones cotizadas en el mismo mercado. Si algunas cuentan con mayor grado de liquidez que otras y no existen otras diferencias significativas en sus derechos y obligaciones (voto, dividendos, etc), las diferencias de precios tenderían a reflejar el descuento por iliquidez.

• **Opciones y futuros**

Estos estudios sustentan el cálculo de la iliquidez a partir de la comparación de opciones cotizadas sobre activos líquidos con opciones no cotizadas sobre los mismos activos.

La iliquidez a través de indicadores contrastables actualmente en los mercados financieros

Hemos analizado indicadores contrastables actualmente que podrían servir para aproximar el descuento por iliquidez aplicable en una valoración.

En la medida en que las compras de acciones pueden ser apalancadas, una medida de la iliquidez podría basarse en el descuento que se aplica en los activos a la hora de obtener financiación sobre los mismos.

Los indicadores analizados han sido los siguientes:

1. Recorte de la valoración de inmuebles para la concesión de hipotecas

2. Descuento (*haircut*) de valoración aplicado por el BCE (Banco Central Europeo) en sus operaciones de préstamo al sistema financiero

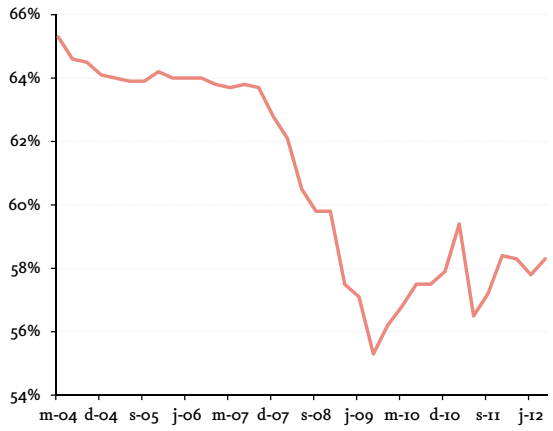
1. Descuento en préstamos con garantía representada por inmuebles

La relación entre el valor de tasación y el importe máximo de préstamo (*Loan to Value*) refleja el importe máximo del valor del inmueble que la entidad financiera está financiando. Las entidades financieras aplican el *Loan to Value* para proteger su posición de un posible deterioro en el precio del inmueble que sirve como garantía para el préstamo concedido.

La serie utilizada corresponde al Colegio de Registradores de España. El *Loan to Value* ha ido decreciendo a lo largo de los últimos ejercicios, reflejando la debilidad del mercado inmobiliario en España y las mayores exigencias que la normativa de solvencia ha fijado para las entidades financieras.

Loan to Value medio en hipotecas en España

(%)



Fuente: *Colegio de Registradores de España.*

En 2004 (fecha de inicio de la serie) el *Loan to Value* Medio de las hipotecas en España ascendía a un 65,3%, esto es, el recorte de valoración implícito se situaba en el 34,7%. En 2012 el *Loan to Value* medio de hipotecas en España se ha situado en el 58,3% (el descuento implícito sobre la valoración ascendería a un 41,7%).

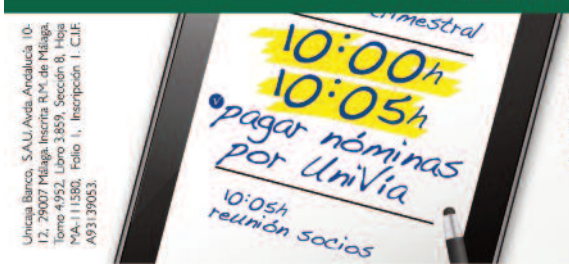
De acuerdo con los requerimientos de fondos propios, para una entidad financiera, los préstamos con garantía hipotecaria se benefician de una ponderación de riesgo del 35% a efectos de calcular el consumo de recursos propios para cubrir esta posición. Por el contrario, cualquier garantía que no sea hipotecaria (por ejemplo, acciones de empresas cotizadas) tiene un consumo de recursos propios superior. En el caso de que el préstamo esté respaldado por una garantía representada por acciones, la ponderación de riesgo asciende al 100% de la posición. En caso de que se conceda un préstamo para compra de acciones, las entidades financieras podrían establecer un *Loan to Value* inferior al 58,3%, esto es, un descuento de valoración superior para cubrir el mayor riesgo y ajustar el mayor consumo de recursos propios que fija la normativa de solvencia.

2. Descuento del Banco Central Europeo en operaciones de financiación al Eurosistema

Para poder acceder a la financiación del BCE, las entidades deben entregar siempre un colateral que permita al BCE cubrirse del riesgo de contrapartida. Este colateral o garantía está representado por activos financieros.

Los activos financieros presentados al descuento pueden ser tanto títulos negociables en mercados (*marketable assets*) como activos no negociables (*non marketable assets*), fundamentalmente préstamos o títulos no cotizados. Los

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

recortes de valoración aplicados en una y otra categoría son diferentes, en función del vencimiento, del rating, y del tipo de cupón que devengan.

• Los activos negociables presentados al descuento en el BCE deben siempre ser títulos de renta fija, ya sea pública o privada. En el ámbito de títulos de deuda emitidos por empresas, el rating mínimo de las emisiones ha de ser BBB- por alguna de las 3 agencias de calificación crediticia (S&P, Moody´s o Fitch).

• El máximo recorte de valoración aplicado oscila entre el 29,5% y el 38% en función del tipo de cupón devengado por el bono/obligación (fijo o cero, respectivamente), pudiendo incrementarse este recorte hasta el 69,5% si el instrumento es un producto estructurado descontable en el BCE.

• Para activos no negociables, y asumiendo un plazo para el endeudamiento entre 3 y 5 años, y una calidad crediticia del préstamo comprendida entre A y BBB+, el recorte de valoración aplicado por el BCE oscilaría entre el 24% y el 46%. Antes de 2011, el recorte de valoración se situaba en el 20%, independientemente de la calidad crediticia del prestatario ::

La Agencia Tributaria pone en marcha la nueva Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional

Mediante Resolución de 13 de marzo de 2013, de la Presidencia de la Agencia Estatal de Administración Tributaria, se ha creado la nueva Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional. Se trata de una nueva unidad especializada que se encargará de realizar la planificación centralizada de actuaciones y la fijación de criterios uniformes para toda la Agencia Tributaria en materia de fiscalidad internacional.

Paula Ameijeiras

Los cambios introducidos por la Resolución, que modifica la anterior Resolución de 24 de marzo de 1992, sobre organización y atribución de funciones a la inspección de los tributos en el ámbito de la competencia del Departamento de Inspección Financiera y Tributaria, entraron en vigor el pasado 1 de abril.

La Oficina Nacional de Fiscalidad Internacional (ONFI), con sede en Madrid, estará adscrita orgánicamente al Departamento de Inspección. La nueva oficina tendrá competencia en todo el territorio nacional para la dirección, gestión, planificación, impulso y coordinación operativa en materia de fiscalidad internacional. Así, se encargará de programar, impulsar y coordinar las actuaciones inspectoras relacionadas con la fiscalidad internacional que desarrollen las unidades especializadas, centrales y territoriales, dependientes del Departamento de Inspección de la Agencia. Inicialmente, alrededor de 50 personas se dedicarán en exclusiva a actuaciones relacionadas con la fiscalidad internacional bajo la dirección de la nueva oficina.

En la actualidad, la prevención del fraude fiscal, en su vertiente internacional, es objeto de una atención creciente, como ponen de manifiesto el establecimiento de un estándar internacional de cooperación con respaldo del G20, la iniciativa de la sobre erosión de bases imponibles y deslocalización de beneficios, o el reciente Plan de Acción de la Unión Europea para reforzar la lucha contra el fraude y la evasión fiscal.

En este contexto nace la ONFI, que será unidad de referencia para la Agencia Tributaria en un campo que requiere de una alta especialización técnica. Con su puesta en marcha, la Agencia refuerza los medios de los que dispone para la lucha contra el fraude fiscal internacional, a semejanza de lo que sucede en países de nuestro entorno y en línea con las prioridades que están señalando la Unión Europea y la OCDE.

Esta estructura altamente especializada permitirá planificar de forma centralizada las actuaciones a realizar en éstos y otros ámbitos de relevancia tributaria dentro del campo de la fiscalidad internacional. La labor de la ONFI permitirá reforzar sensiblemente el apoyo en materia internacional que se presta a las unidades, centrales y territoriales, del Departamento de Inspección, así como dotar a dichas unidades de unos criterios de actuación y métodos de trabajo uniformes.

En concreto, la ONFI tendrá competencias, en materia de fiscalidad internacional y bajo la Dirección del Departamento de Inspección, para la realización de actuaciones inspectoras directas (previo acuerdo de adscripción del obligado tributario a la oficina) o en colaboración con otros equipos. Igualmente, podrá realizar informes de apoyo a los órganos de Inspección. Además, en colaboración con otros órganos de Inspección, dispondrá de competencias para fijar directrices en la selección de contribuyentes a inspeccionar, emitir informes técnico-tributarios sobre la materia y elaborar propuestas normativas. También será competente para coordinar y participar en controles simultáneos con administraciones tributarias de otros países. Del mismo modo podrá establecer criterios y directrices de actuación en foros internacionales y en materia de asistencia mutua internacional.

La ONFI contará, a su vez, con un equipo especializado en valoraciones económico-financieras con trascendencia tributaria (intangibles, valoración de empresas, valores no cotizados, etc.) ::

Estabilidad financiera en transición

Dentro del área monetaria europea habrá economías importantes que seguirán constituyendo un freno a la recuperación global: España, Italia y también Francia, que no crecerá este año.

El clima financiero global ha mejorado en los últimos seis meses. También en la eurozona, en particular desde que el BCE mostró su disposición a tomar cartas en el asunto de la deuda soberana con su programa OMT (Transacciones Monetarias Directas) de eventual intervención en los mercados de bonos. Pero lo que no ha mejorado es la situación de la economía real. ¿Hasta cuándo puede ese divorcio mantenerse? ¿Cuál será la dirección de la convergencia? ¿Será la economía real la que mejore hasta convertir en ciertas las premoniciones de las variables financieras? Esos son tres de los interrogantes con los que abordé hace unos días la lectura del último *Global Financial Stability Report* (GFSR) que semestralmente edita el FMI. No puedo confirmar que en todos los casos las respuestas hayan sido optimistas.

Las perspectivas de comportamiento de la economía real no son muy favorables. Las economías avanzadas apenas crecerán este año. El crecimiento de la economía mundial, del 3,3% según el propio FMI, estará caracterizado por tres velocidades muy distintas: las de las economías emergentes, del 5,3% de media; Japón y EEUU, con 1,6% y 1,9%, respectivamente; y la eurozona, que contraerá su ritmo de crecimiento un 0,3%. Dentro del área monetaria europea habrá economías importantes que seguirán constituyendo un freno a la recuperación global: España, Italia y también Francia, que no crecerá este año.

En este contexto es fácil asumir que las condiciones financieras no pueden continuar mucho tiempo diferenciadas de los fundamentos reales. Lleva razón el FMI al afirmar que únicamente decisiones adicionales de política económica que promuevan la recuperación del crecimiento económico podrían sustentarlas. De lo contrario, no cabe descartar un deterioro del clima financiero. Y este aviso va fundamentalmente dirigido a la eurozona. A pesar de las indudables mejoras desde la anterior edición de ese informe, la precariedad sigue siendo la nota dominante en la eurozona. Han mejorado las cotizaciones de la deuda pública y el funcionamiento de los mercados mayoristas, pero algunos sistemas bancarios siguen amenazados. Y es que no es fácil hacer banca al por menor en países en los que la economía no crece, aumenta el paro y desciende la renta disponible de las familias. Por ello, el FMI advierte del deterioro en la calidad de los activos bancarios y de la debilidad en la generación de beneficios

Emilio Ontiveros es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.
E-mail: eontiveros@afi.es

de los bancos de la periferia europea. Así como de la no menos inquietante debilidad de la inversión crediticia, o de los problemas de transmisión de la política monetaria. Las empresas italianas o españolas, se ha demostrado recientemente en varios estudios, soportan peores condiciones crediticias que las del norte de la eurozona. No solo porque el crédito fluya menos, sino porque lo hace a tipos de interés significativamente más elevados. Esa dispersión no es una buena señal en una unión monetaria. Ocurre además, que el forzado desapalancamiento de empresas y familias no facilita precisamente la recuperación del crecimiento económico: no invita a la adopción de decisiones de inversión. Y sin inversión no habrá crecimiento del empleo, de la confianza y del gasto.

Debe ser esa influencia de la eurozona la que condiciona mejoras en todos los vértices de ese polígono en el que el FMI trata de dibujar el mapa de riesgos en la estabilidad financiera global. Ha mejorado el asociado a las políticas monetarias y a la aversión al riesgo, pero no los restantes. Es necesario afianzar la recuperación y estimular la demanda para, entre otras cosas, garantizar que esas menos adversas condiciones financieras globales no sean flor de un día ::

Mapa de la estabilidad financiera global

Nota: Alejado del centro significa mayor riesgo, condiciones monetarias y financieras mejores o mayor apetito por el riesgo.

Fuente: *Estimaciones del FMI.*